أدوات الإستثمار

فى أسواق رأس المال :

الأوراق المالية وصناديق الإستثمار

دكتور منير إبراهيم هندى

دكتوراه في إدارة الأعمال. جامعة ألاباما الأمريكية

أستاذ الإدارة المالية والمؤسسات المالية

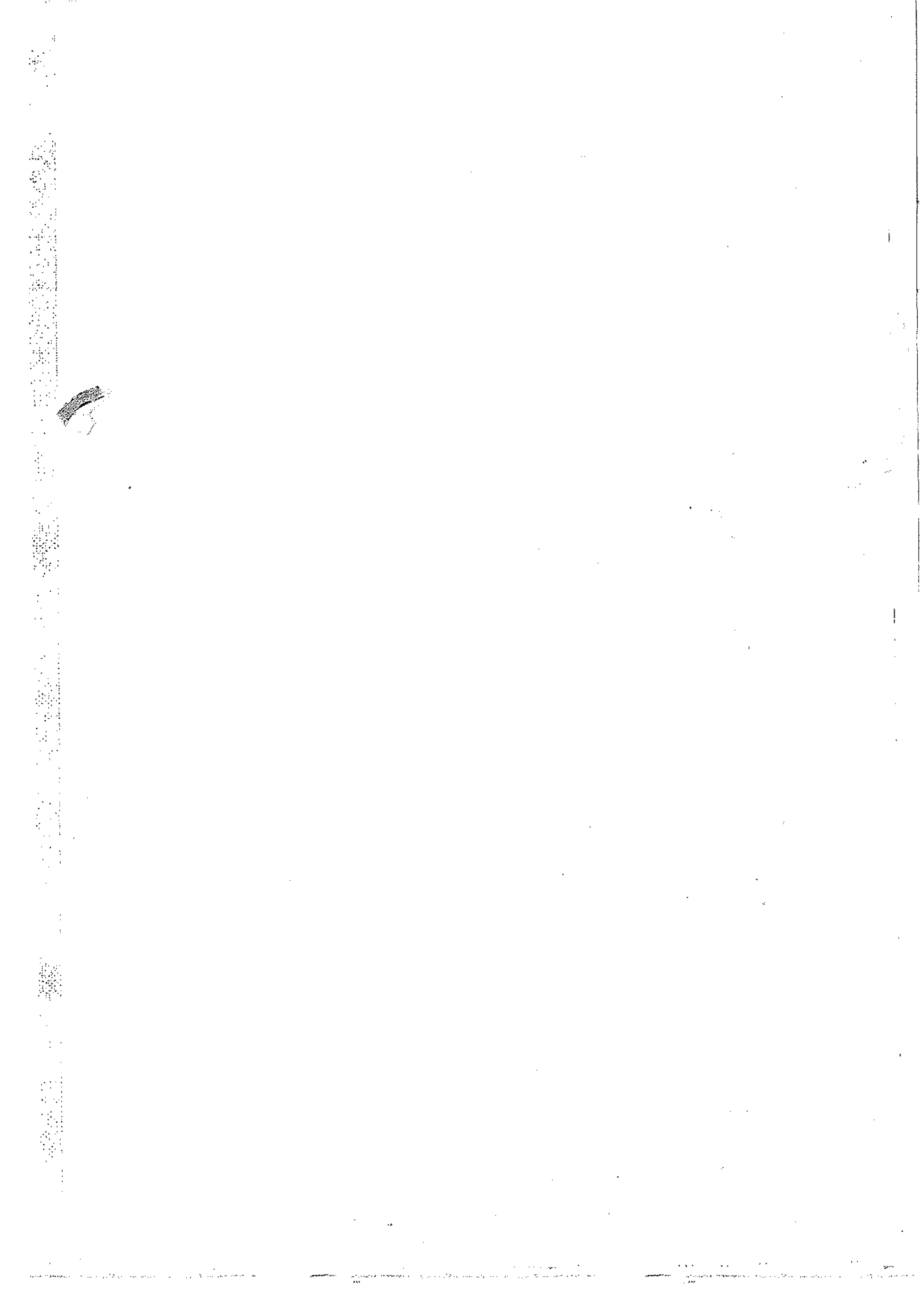
كلية التجارة. جامعة طنطا

٢٠٠٣

المكتب العربى الحديث ـ الإسكندرية

ت : ٤٨٢٦٤٨٩ / ٠٣

بسم الله الرحمن الرحيم



مقدمــــة المؤلـــف

نشأت فكرة إصدار هذه السلسلة في لقاء تم بيني وبين سعادة الدكتور مصطفى هديب مدير عام المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، وعضو مجلس أمنائه. كان ذلك في دوحة دولة قطر في نوفمبر عام ١٩٩٢. فلقد كان سيادته في زيارة عمل لمؤسسة النقد القطري، وشاءت الظروف أن يطلع على نسخة من كتاب الأوراق المالية وأسواق رأس المال، كنت قد أهديتها لسعادة محافظ المؤسسة. وفي اللقاء اتفقنا على إصدار سلسلة في الميدان نفسه، توجه في الأساس إلى خدمة المؤسسات المالية والمستثمرين من الأفراد. وفي بداية عام ١٩٩٣، وبالتحديد في الأسبوع الأول من يناير، تم اتصال بيننا انتهينا فيه إلى أن تتكون السلسلة من ثلاثة كتب. الكتاب الأول عن أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال، والكتاب الثاني عن تنظيم أسواق رأس المال الحاضرة وإدارتها وأسواق الإختيار والعقود المستقبلية، والكتاب الثالث يتناول التحليل المالي والاقتصادي لأغراض الإستثمار في الأوراق المالية.

وقد خطط لكل كتاب من الكتب الثلاثة أن يتضمن موضوعات جديدة، تحقق الفائدة المرجوة للجمهور الذي يستهدفه. فالكتاب الأول الذي بين يديك يتضمن ثلاثة أبواب:

الباب الأول ويشتمل على فصلين يعالجان الأوراق المالية من أسهم وسندات وأوراق مالية مبتكرة مثل الإختيار، والصكوك التي تعطي الحق في شراء أسهم المنشأة من تاريخ لاحق. والباب الثاني ويتكون أيضاً من فصلين يعرضان لصناديق الإستثمار التي تؤسسها شركات الإستثمار، وذلك بوصفها أداة إستثمارية فعالة، على الأخص في المجتمعات التي ينخفض فيها متوسطة الإدخار للفرد أو للأسرة. وأخيراً، يتكون الباب الثالث من فصلين، يتناولان كيفية بناء محفظة الإستثمار، وإستراتيجيات المستثمر الصغير. وعلى الرغم من أن محتويات هذا الباب تنصرف إلى محفظة المصرف التجاري نظراً لتنوع محتوياتها بشكل يجعلها مثالاً أكثر شمولاً، إلا أن ما ورد بشأنها يمكن أن يحتذى بها كبار المستثمرين من الأفراد والمؤسسات المالية الأخرى. كما يمكن أن يستفيد من مستشاري الإستثمار الذين يبيعون خدماتهم للمستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بأسواق رأس المال.

ولعل القارىء يدرك بوضوح أن محتويات الكتاب تنسجم إنسجاماً لا خلاف عليه، وبشكل يجد فيه كل قارىء ضالته أو قدراً معقولاً منها. فرجل الشارع الذي يرغب في أخذ فكرة عامة عن أدوات الإستثمار، قد تجذبه محتويات الفصول الأربعة الأولى. وصغار المستثمرين قد يجدون في صناديق الإستثمار التي يتناولها الفصلان الثالث والرابع، ما يناسب مدخراتهم

المحدودة. أما كبار المستثمرين من الأفراد، والذين يحتمل أن تكون لديهم فكرة مسبقة عن الأوراق المالية، فقد يجدون في الفصلين الخامس والسادس ما يساعدهم على بناء محفظة استثمار، تحقق أكبر قدر من العائد في ظل حد أدنى من المخاطر. أما المؤسسات المالية من مصارف وشركات تأمين وبيوت السمسرة وما يماثلها، فقد تجد في الفصول من الثالث حتى السادس ما يساعدها في بناء محفظة استثمار خاصة بها، أو في بناء صناديق استثمار لجذب صغار المدخرين. وبالنسبة لطلاب مرحلة البكالوريوس في كليات التجارة، فقد يجدون في محتويات الفصلين الأول والثاني ما يفيد. أما طلاب الدراسات العليا فقد يتركز اهتمامهم على الفصول من الثالث حتى السادس، وقد يجدون في الفصل الثاني بعض الفائدة وبخاصة فيما يختص بالإختيار.

كذلك يتوقع أن تجذب محتويات الكتابين الثاني والثالث جماهير جديدة من المهتمين: المشرّع والمحامي، ومؤسسات النشر والصحفيين، والمهتمين بتحليل الأوراق المالية، والمهتمين بشؤون الاقتصاد. إضافة إلى القائمين على تنظيم أسواق رأس المال وإدارتها.

وبالنسبة للقارىء الذي سيركز اهتمامه على فصول مختارة، فيحتمل أن يُواجَه بمصطلحات عرضت تفصيلاً في

فصـول أخرى. وحـتى نجنبه مـشقـة البـحث عنهـا في تلك الفصول التي قـد تكون في كتب أخرى ضمن المسـلسلة. فقد آثرنا تذييل كل كتـاب بقاموس "Glossary" بشـرح المصطلحات التي يحـتـمل تكرارها فـي أكـثـر من فـصل. وإذا لم يجـد القارىءغـايته في هذا القـاموس. فـيمكنه أن يرجع إلى قـائمة المحتويات فـي مقدمة الكتاب. فقد يكون المصطلح من الأهمية بحيث يعرض له في قسم مـستقل أو جزء من قسم. وإذا لم يجـد القـارىء ضـالتـه في هذا أو ذاك. فـهـناك في نهـاية كل كتـاب. قاموس غـير مشـروح لبعض المصطلحـات الأخرى. مع بيان الصفحة الذي ذكر فيها المصطلح.

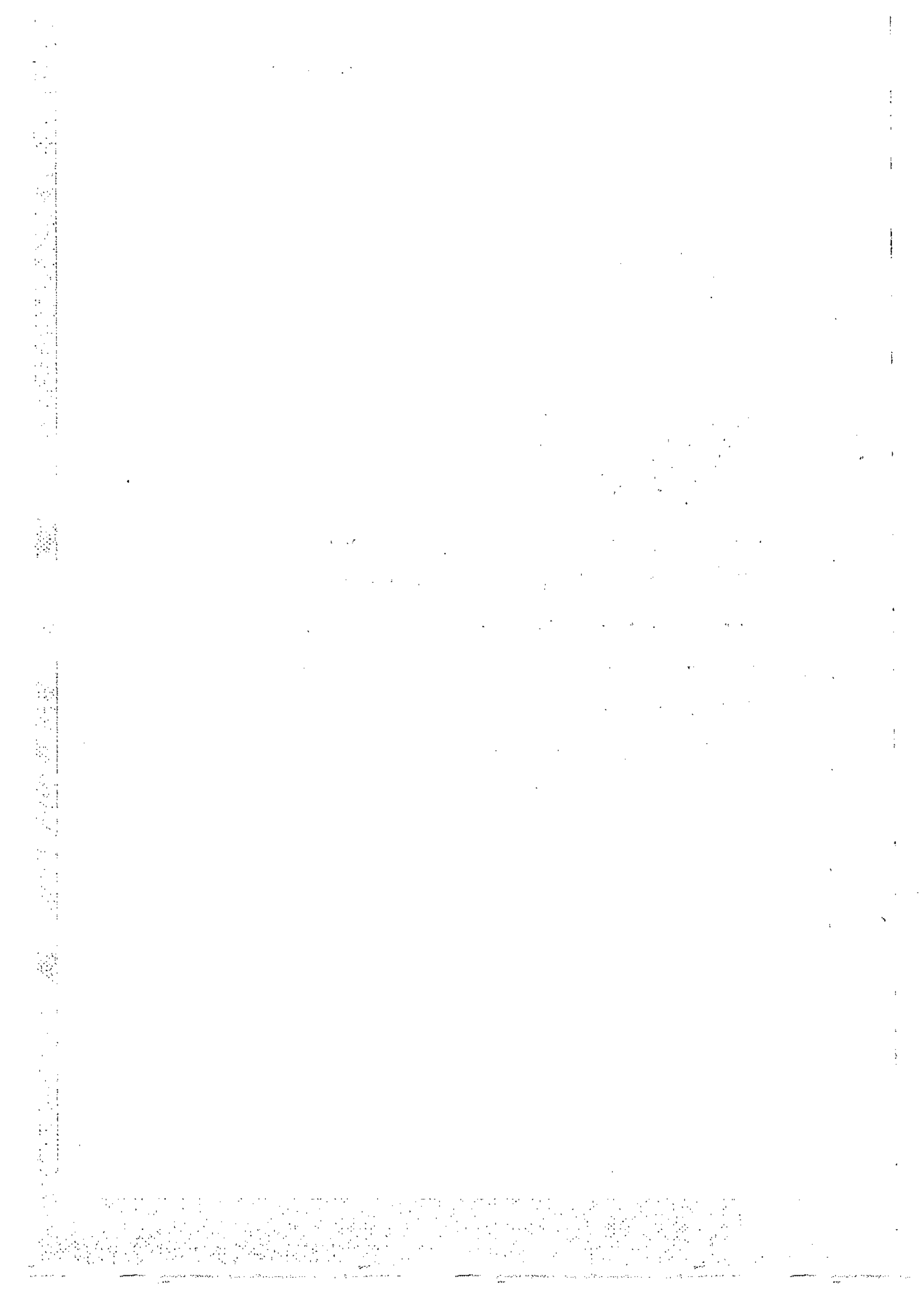
ويأمل المؤلف أن يجـد القـارىء في هذه السـلسلة مـا يمثل إضافة إلى المكتبة العربية.

واللـــه ولـــيّ التوفيـــق . . .

منيـــر هنـــدي

تنبيـــــه

بالنسبة للقارئ الذي يفضل أن يقرأ فصـولاً مختارة، فثمّة قاموس في نهاية الكتـاب يشرح المصطلحات "Glossary" التي تكرر ذكرها، كي يتجنب مـشقة الرجوع إلى محتـويات فصول أخرى لمعرفة المقـصود بكل مصطلح. كذلك ثمة قـاموس غير مـشروح لمصطلحـات أخرى، يوضـح الصفـحة التي ورد فـيهـا المصطلح. ولعل في هذا القاموس بعض الفائدة للقارئ الذي يرغب بتوسيع دائرة إطلاعه، وقراءة المراجع الأجنبية.



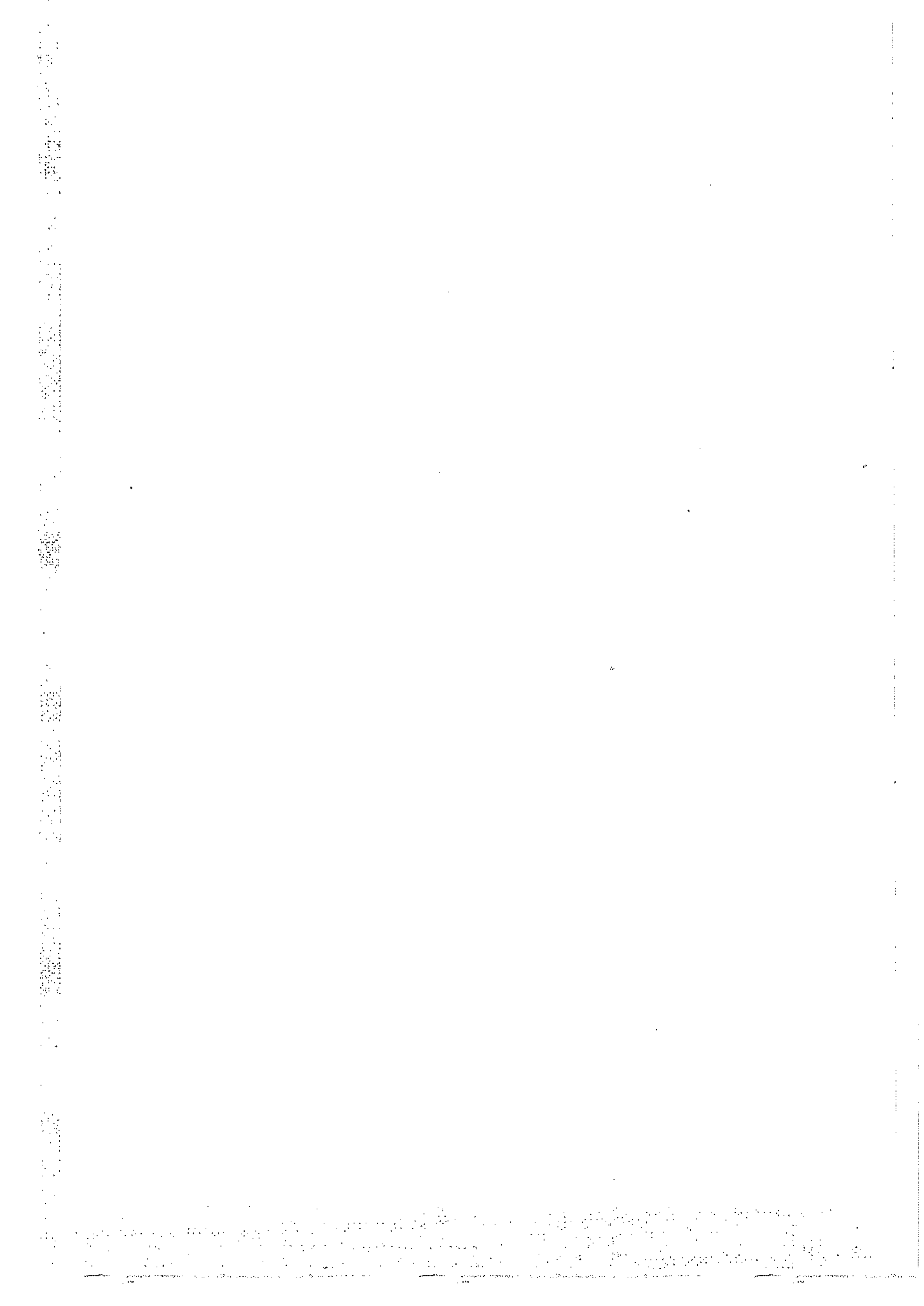
الفهـــــرس

إســــــم المـــــــادة	رقم الصفحة

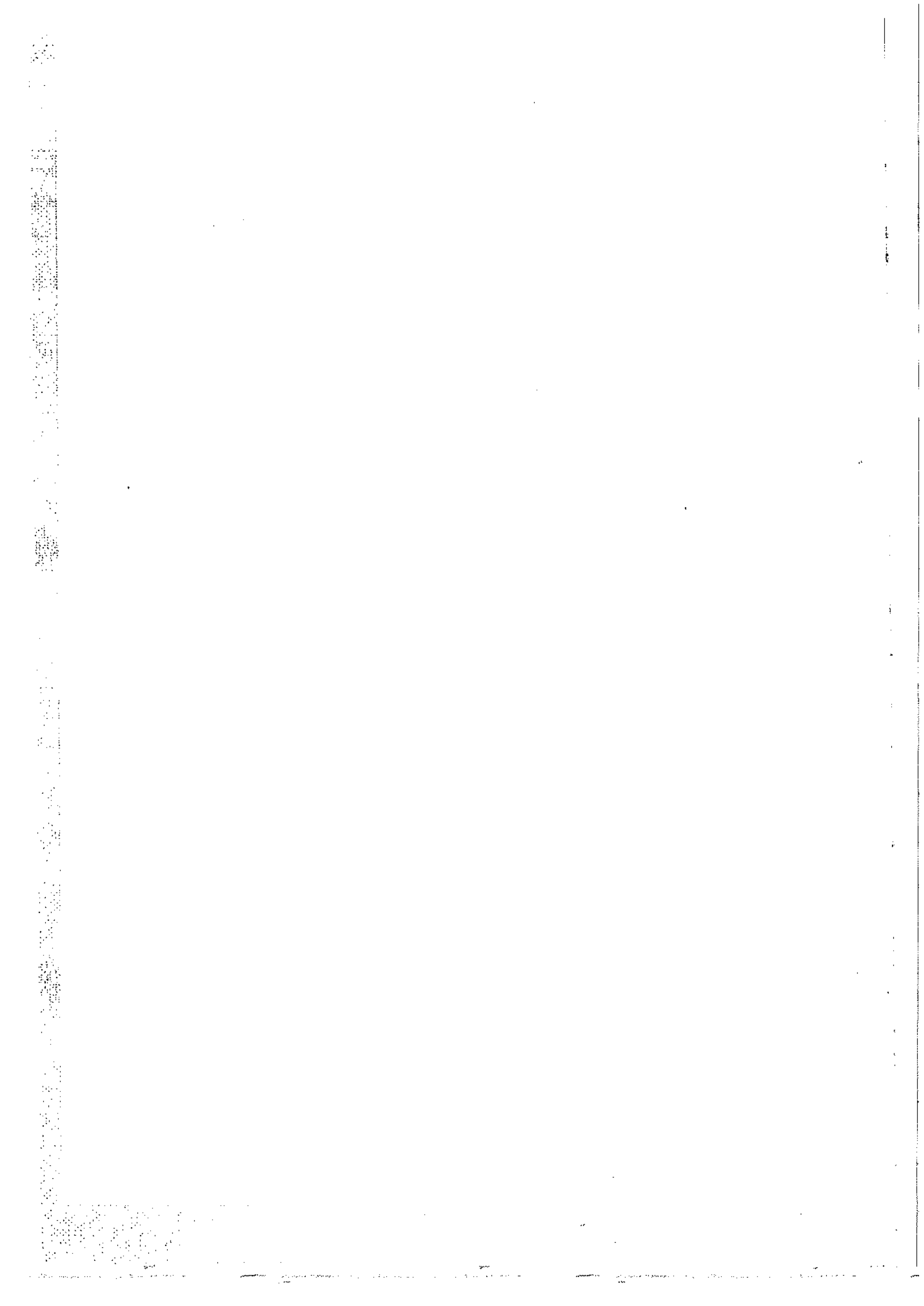


الباب الأول

الأوراق المالية



تعدُّ الأوراق المالية عصب الحياة للأسواق المالية، وذلك باعتبارها السلعة الوحيدة التي تتداول في تلك الأسواق. وعليه، فإن تناولها في الباب الأول لكتاب يركز اهتمامه على أسواق رأس المال – الشق الرئيسي من الأسواق المالية – يعد أمراً منطقياً. ففي الفصل الأول يتم تناول الأوراق المالية التي تصدرها منشآت الأعمال، والتي تتداول في أسواق رأس المال الفورية سواء كانت تلك الأسواق منظمة (البورصات) أو غير منظمة، ويقصد بها الأوراق المالية طويلة الأجل المتمثلة في الأسهم والسندات. أما الفصل الثاني فيعرض للأوراق المالية التي تتداول في أسواق أخرى، وفي مقدمتها أسواق النقد التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل، وأسواق الإختيار التي تبرم فيها إتفاقات بيع أوراق مالية وشرائها، وأن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق.



الفصل الأول
الأوراق المالية المتداولة
في أسواق رأس المال الفورية

تعدُّ الأوراق المالية "Securities" وبخاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال السلعة الرئيسية المتداولة في أسواق رأس المال الفورية: وتمثل الورقة صكاً يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما، أو الحقين معاً. فحملة الأسهم العادية والأسهم الممتازة مثلاً لهم الحق في جزء من العائد الذي يتولد عن عمليات المنشأة، كما أن لهم نصيب في أصولها وإن كان ليس من حقهم المطالبة به لا سيما وأن المنشأة ما تزال مستمرة "Going Concern". كذلك فإن لحملة السندات نصيب في الأرباح يتمثل في الفوائد المستحقة، ونصيب في الأصول يتمثل في الأصول المرهونة مقابل السندات المصدرة، أو في الأصول بصفة عامة، وذلك في حالة الإفلاس أو التصفية.

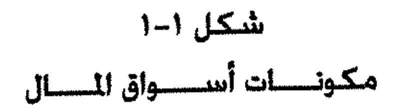
ويمكن تصنيف الأوراق المالية بعدة طرق. فيمكن تصنيفها من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل ملكية وهي الأسهم العادية، وأوراق مالية تمثل مديونية وهي السندات وما يماثلها. أما الأسهم الممتازة فتعتبره هجين "Hybrid Securities" من الأسهم العادية والسندات، وإن كانت

تُصنف ضمن الأوراق المالية التي تمثل ملكية. كذلك يمكن تصنيف الأوراق المالية من حيث تاريخ الإستحقاق إلى أوراق مالية قصيرة الأجل، وأوراق مالية متوسطة الأجل، ثم أوراق مالية طويلة الأجل.

وثمة تصنيف ثالث بديل للأوراق المالية، وذلك على أساس سوق المال "Financial Market" الذي تتداول فيه تلك الأوراق. وفي هذا الصدد، يشير شكل ١-١ إلى أن أسواق المال تنقسم إلى أسواق رأس المال، وأسواق النقد. وبالنسبة لأسواق رأس المال "Capital Markets" فتنقسم بدورها إلى أسواق حاضرة أو فورية وأسواق العقود المستقبلة. ويقصد بالأسواق الحاضرة "Spot or Cash Markets" تلك الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) يتم تسليمها وتسلمها فور إتمام الصفقة. وتشتمل تلك الأسواق على أسواق رأس المال المنظمة "Organized Markets" أي البورصات. كما تشتمل على أسواق رأس المال غير المنظمة "Unorganized Capital Markets" التي تتداول فيها الأوراق المالية من خلال بيوت السمسرة، والمصارف التجارية ... وما شابه ذلك. هذا إلى جانب أسواق أخرى تتمثل أساساً في وزارة الخزانة أو البنك المركزي في الدول المعنية، اللذين يحتكران التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة.

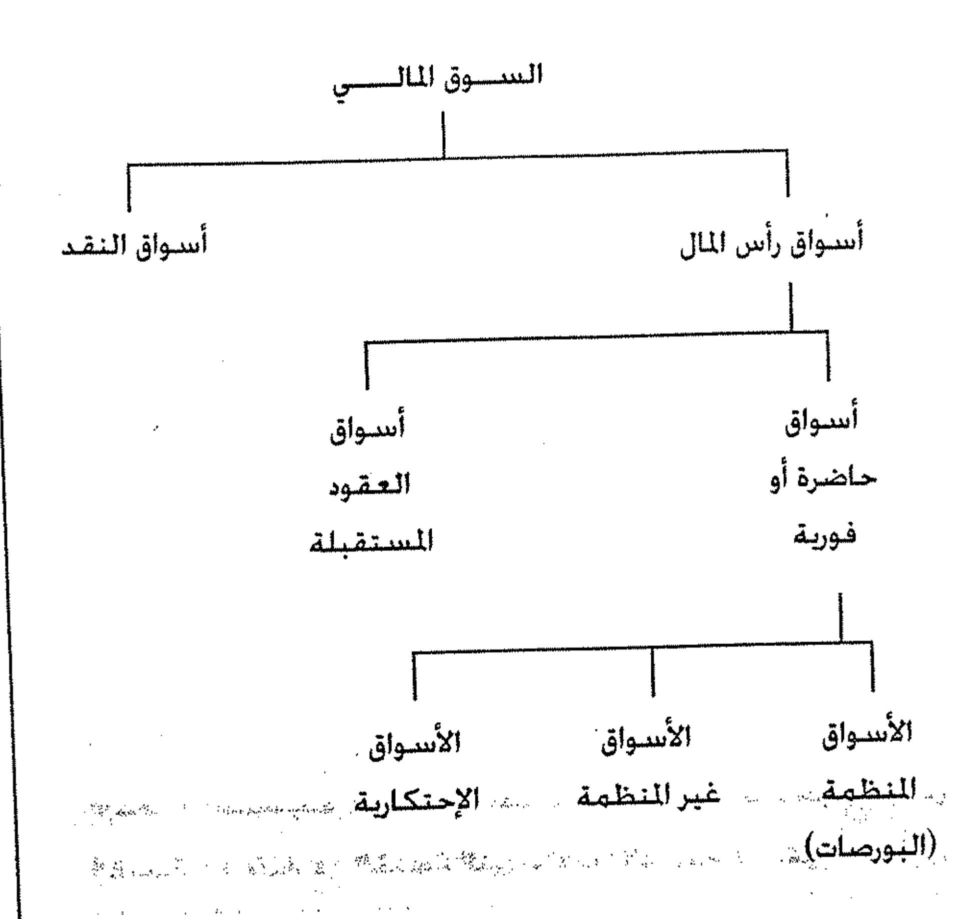
أما أسواق العقود المستقبلة، فهي أسواق تتعامل أيضاً في الأسهم والسندات، ولكن من خلال عقود واتفاقات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، ويقصد بها في هذا الصدد أسواق الإختيار وأسواق العقود. وأخيراً، يقصد بأسواق النقد "Money Markets" الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والمصارف التجارية، وكذا من

خلال وزارة الخزانة وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة.



شكل ١-١

مكونات أسواق المال



وفي هذا الفصل سنقتصر على الأوراق المالية التي تتداول في الأسواق المنظمة وغير المنظمة مع التركيز على تلك التي تصدرها منشآت

الأعمال. أما الأواق المالية التي تصدرها الحكومة والتي قد تتداول في تلك الأسواق فسوف نعرض لها في الفصل الثاني. وعلى هذا الأساس سوف يتناول القسم الأول من هذا الفصل الأسهم العادية، يتبعه القسم الثاني الذي يعرض للأسهم الممتازة . فالقسم الثالث الذي يُكرس للسندات. وأخيراً، سوف يُفرَد قسمٌ خاصٌّ للأوراق المالية القابلة للتحويل، ويقصد بها السندات والأسهم الممتازة التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية. هذا وتجدر الإشارة إلى أن الأسواق غير المنظمة تتعامل كذلك في الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال، وذلك على النحو الذي سيشار إليه في الكتاب الثاني من هذه السلسلة.

الأسهم العادية:

يمثل السهم العادي "Common Stock" مستند ملكية له قيمة إسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية. وتتمثل القيمة الإسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس. أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية - التي لا تتضمن الأسهم الممتازة ولكن تتضمن الاحتياطات والأرباح المحتجزة - مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة. وأخيراً، تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الإسمية أو القيمة الدفترية.

ويدرك المتعاملون في سوق المال أن القيمة الإسمية لا تمثل التقييم

الحقيقي للسهم ولا القيمة الدفترية أيضاً. وأن القيمة الحقيقية للسهم العادي - والذي سيتم التعامل على أساسها في السوق - تتوقف على العائد الذي يتوقع تولده نتيجة لامتلاكه، أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يتوقع أن يجنيها المستثمر. وفي حالة إصدار السهم لأول مرة، لا يوجد ما يضمن بيعه بقيمته الإسمية، بل قد تضطر المنشأة المصدرة له أن تبيعه بقيمة أقل وذلك من خلال تقديم خصم على قيمته الإسمية.

وعلى الرغم من أن القيمة الإسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس، إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم "Stock Splits"، الذي يعطي الحق للمستثمر في الحصول على جزء من سهم أو سهم كامل - وربما أكثر - وذلك عن كل سهم يملكه، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة. ولما كان اشتقاق الأسهم لا يترك أي أثر على القوة الإيرادية للمنشأة، فإن من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض ربحية السهم الواحد وانخفاض قيمته السوقية بالتبعية [١]. وتتفق سياسة اشتقاق الأسهم مع سياسة التوزيعات في صورة أسهم - التي سنعرض لها فيما بعد - في أن كلاهما يهدف إلى زيادة الطلب على أسهم المنشأة من خلال إحداث تخفيض في القيمة السوقية للسهم. هذا ويكون التعامل في الأسهم في سوق رأس المال بكسر إعتياري. ففي بورصة نيويورك تبلغ قيمة الكسر الإعتيادي $\frac{١}{٨}$ دولار، بمعنى أن التغير في سعر السهم يكون في إطار ذلك الكسر. وهذا

(١) لمزيد من التفصيل بشأن اشتقاق الأسهم، يمكن الرجوع إلى كتاب الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، للمؤلف.

لا يمنع أحياناً من أن يكون التعامل على أساس مضاعفات مقام الكسر، أي يكون التعامل على أساس $\frac{١}{١٦}$ ، أو $\frac{١}{٣٢}$ من الدولار.

أما بالنسبة لحامل السهم أي المستثمر فلا يجوز له الرجوع إلى المنشأة المصدرة لاسترداد قيمته. فإذا ما أراد التخلص منه فلا سبيل أمامه سوى عرضه للبيع في سوق المال. وفي حالة الإفلاس ليس هناك ما يضمن أن يسترد القيمة التي سبق أن دفعها لشراء السّهم، بل قد لا يسترد شيئاً منها على الإطلاق. وليس من حقه المطالبة بنصيبه من الأرباح طالما لم تقررالإدارة توزيعها.

ومن ناحية أخرى، يتمتع حامل السهم العادي ببعض الحقوق من بينها الحق في نقل ملكية السهم بالبيع أو بالتنازل أو بأي طريق آخر، والحق في الحصول على نصيبه من الأرباح التي تقرر المنشأة توزيعها. كما يتمتع بمزايا أخرى مهمة وهي أن مسؤوليته محدودة بحصته في رأس المال، وأن له الحق في التصويت في الجمعية العمومية. ونظراً لوجود نوع من الإرتباط بين التوزيعات وحق التصويت من ناحية وبين وظيفة رأس المال من ناحية أخرى، فسوق تحظى بمزيد من الاهتمام في هذا المقام.

قد يحصل المستثمر على نصيبه من التوزيعات في صورة نقدية أو في صورة أسهم "Stock Dividend". وفي الحالة الأخيرة أي إصدار الأسهم مقابل توزيعات، يتحدد نصيب المستثمر بنسبة ما يملكه من أسهم المنشأة. ونظراً لأن إجراء توزيعات في صورة أسهم من شأنه أن يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال، دون أن تتأثر

القـوة الإيرادية للمنشأة - في المدى القصير على الأقل - فإن القيمة السوقية لمجموع الأسهم العادية (القيمة السوقية لحقوق الملكية) تظل على ما كانت عليه قبل إجراء التوزيعات. مما يترتب عليه بالتالي انخفاض القيمة السوقية للسهم الواحد [٢].

ومما يذكر أن المنشأة عادة ما تلجأ إلى هذا الإجراء بهدف الحد من إرتفاع القيمة السوقية للسهم. إلى درجة يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شرائه.

ويرتبط عدد الأسهم التي يملكها المستثمر بقدرته على التأثير في قرارات المنشأة. من خلاله حقه في التصويت على تلك القرارات. ومع هذا فإن عدداً كبيراً من حملة الأسهم العادية لا يمارسون هذا الحق بشكل فاعل. ربما لضالة عدد الأسهم التي يمتلكها كل منهم. أو لأن محفظة أوراقه المالية على درجة عالية من التنويع. الأمر الذي يقلل من المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة جراء سوء إدارة إحدى المنشآت التي يمتلك جزءاً من أسهمها العادية. وما يجرى عليه العمل في شأن التصويت هو توقيع حامل السهم على إذن يفوض فيه "Proxy" أحد أعضاء مجلس الإدارة بالتصويت نيابة عنه. ومثل هذا الإجراء من شأنه أن يفقد المستثمر تأثيره المباشر على تسيير دفة المنشأة.

---

(٢) لمزيد من التفصيل بشأن التوزيعات في صورة أسهم. يمكن الرجوع الى كتاب الإدارة المالية: مدخل تحليل معاصر. للمؤلف.

تنص عقود التأسيس أحياناً على حق التصويت المجمع "Cumulative Voting" والذي بمقتضاه يعطي حامل السهم عدداً من الأصوات يعادل عدد أعضاء مجلس الإدارة. وذلك عن كل سهم يمتلكه. وهذا يعني أن عدد الأصوات للمساهم الواحد تتمثل في عدد الأسهم التي يمتلكها مضروبة في عدد أعضاء مجلس الإدارة. وللمستثمر (المساهم) الحق إذا أراد أن يفوض عضواً واحداً في المجلس في الأصوات التي يمتلكها جميعهم. كما أن له الحق في أن يوزع الأصوات بأي شكل يراه على جميعهم أو على عدد محدود منهم. ويعطي هذا النص ميزة لصغار المساهمين؛ إذ يمكن للمساهم تفويض كل الأصوات لعضو واحد في المجلس. يكون بمثابة ممثله الذي يعمل جاهداً على أن يكون عند حسن ظنه.لا سيما وأن عدد الأصوات التي حصل عليها منه قد تفوق - في بعض الأحيان - نصيب العضو من أصوات أحد كبار المساهمين الذي فضل توزيع ما يملكه من تلك الأصوات على عدد كبير من أعضاء المجلس.

ومن وجهة نظر المنشأة تمثل الأسهم العادية مصدراً دائماً للتمويل. إذ لا يجوز استرداد قيمتها من المنشأة. كما أن المنشأة غير ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات حتى في السنوات التي تتحقق فيها أرباح. هذا إلى جانب أن إصدار المزيد من الأسهم العادية من شأنه أن يؤدي إلى إنخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال. ويزيد بالتالي من حجم الطاقة الإقتراضية للمنشأة. أي يزيد من قدرتها على الحصول على المزيد من الأموال المقترضة عندما تقتضي الحاجة. مع بقاء العوامل الأخرى على حالها.

وعلى الجانب الآخر قد يعتبر إصدار الأسهم الجديدة أمراً غير محبب، وذلك لثلاثة أسباب رئيسية، هي:

١) يؤدي إصدار المزيد من الأسهم العادية إلى ارتفاع تكلفة الأموال وذلك لسببين: أولهما أن مخاطر الإستثمار في الأسهم العادية أعلى من مخاطر الإستثمار في غيرها من الأوراق المالية. وبالتالي فإن العائد الذي يطلبه المستثمر عادة ما يكون مرتفعاً. أما السبب الثاني فهو أن أرباح الأسهم على عكس فوائد السندات. إذ لا تعد من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة. ومن ثم لا يتولد عنها أي وفورات ضريبية.

٢) قد يترتب على إصدار أسهم جديدة دخول مساهمين جدد مما يعني تشتتاً أكبر للأصوات في الجمعية العمومية. وهذا لا يعني فقط إضعافاً لمركز المساهمين القدامى. بل قد يعني كذلك إضعاف سيطرة حملة الأسهم العادية عموماً (الجدد منهم والقدامى) على مجريات الأمور. ويطلق بالتالي العنان لمجلس الإدارة في التصرف بحرية مما يزيد من تكلفة الوكالة التي يتكبدها حملة الأسهم.

٣) قد يتبادر إلى أذهان المستثمرين في ظل نقص المعلومات لدى المستثمرين المحتملين مقارنة بالمعلومات المتاحة لإدارة المنشأة "Information Asymmetry" أن قرار إصدار أسهم عادية جديدة هو رد فعل لاعتقاد الإدارة بأن القيمة السوقية للأصول مُغالٍ فيها. ومن ثم فقد يحجمون عن شراء أسهم المنشأة (القديم منها والجديد)

بالسعر الذي كانت تباع به قبل الإصدار الجديد. ويوضح جدول ١-١ الكيفية التي تنشر بها أسعار الأسهم العادية في صحيفة وول ستريت.

ففي العمودين الأول والثاني أعلى سعر وأقل سعر جرى عليه التعامل في آخر ١٢ شهراً. إذ تظهر الأسعار بكسر $\frac{١}{٨}$ دولار على النحو الذي سبقت الإشارة إليه. وفي العمود الثالث اسم المنشأة أي اسم السهم (مختصر). يلي ذلك عمود التوزيعات "Div." التي أجريت خلال الـ ١٢ شهراً (٥٢ أسبوعاً) الماضية. ثم نسبة سعر السهم إلى ربحيته "Price-Earnings Ratio (P/E)" والذي يتمثل في خارج قسمة سعر الإقفال للسهم على ربحية السهم في الإثني عشر شهراً الأخيرة. وفي العمود التالي حجم التعامل بمئات الأسهم (Sales or Sls 100s). وفي العمودين التاليين أعلى "High" سعر وأقل "Low" سعر جرى عليه التعامل في ذلك اليوم. ثم عمود لسعر التعامل في آخر لحظة أي لحظة الإقفال وهي الساعة الرابعة بعد الظهر 4 P.M. أما آخر عمود فيوضح التغير في السعر ما بين سعر إقفال الأمس واليوم "Chg". فمثلاً التغير في سعر سهم شركة "ADT" كان - $\frac{١}{٤}$ وسعر الإقفال $٧\frac{٣}{٤}$ مما يعني أن سعر إقفال الأمس كان ٨. هذا وكما سبقت الإشارة في الفصل الأول إلى أن أسعار الأسهم العادية تنشر بكسر قدره $\frac{١}{٨}$. مع ملاحظة أن الكسر الذي قيمته $\frac{٢}{٨}$ يظهر في الصحف بقيمة قدرها $\frac{١}{٤}$. والكسر الذي قيمته $\frac{٤}{٨}$ يظهر في الصحف بقيمة قدرها $\frac{١}{٢}$.

جـــدول ١ -١

الكيفية التي تنشر فيها أسعار الأسهم في صحيفة وول ستريت

Friday, February 12, 1993
Final Prices New York Time

Quotations include trades on the Midwest, Pacific, Philadelphia, Boston and Cincinnati stock exchanges and reported by the National Association of Securities Dealers and Instinet.

	52 Weeks High	Low	Stock	Div.	P-E Ratio	Sales 100s	High	Low	Last Price	Net Chg.
			-A-A-							
	15⅞	10¾	AAR	.48	22	446	12⅛	12	12⅛	
	11⅜	10⅛	ACM Gvt Fd	.96	e..	610	11⅜	11¼	11¼	
	10	9	ACM OppFd			197	9⅜	9¼	9⅜	
	11⅞	9⅞	ACM SecFd			656	11⅛	10⅞	11	
	9¾	8½	ACM SpctmFd	.80		391	9⅜	9¼	9⅜	
	10⅝	8⅝	ACM MgdIncFd	1.08		341	10¼	10	10¼	
	12	8⅝	ACM MgdMultFd	.97	e..	79	9¼	9⅛	9⅛	..
	9½	6⅜	ADT		a..	1845	8	7⅝	7¾	− ¼
n	2½	⅞	ADT wt		..	202	1⅜	1¼	1⅜	...
	36½	24	AFLAC	.44	16	782	36⅛	35⅞	35⅞	− ⅛
	28½	18	AL Labs A	.18	64	328	26⅜	25⅞	26¼	+ ⅜
	2½	3/16	AM Int		dd	189	15/32	7/16	7/16	...
	8¾	11/16	AM Int pf	1.50	j...	56	1⅜	1¼	1⅜	+ ⅛
	65⅞	52⅝	AMP	1.60	f21	1080	58⅞	57⅞	58⅛	− ½
	80¼	54⅜	AMR		dd	5643	63⅞	62¾	63	+ ⅞
	47¼	36½	ARCO Chm	2.50	20	702	41¼	40¾	41¼	+ ⅜
	2⅜	1⅜	ARX		.12	37	1⅞	1⅞	1⅞	− ⅛
x	50⅝	29¾	ASA	2.00	...	1425	35¾	34½	35⅜	+ 1
s	34	26	AbbotLab	.60	19	11179	28⅛	27½	28	+ ¼
n	9⅞	3¾	Abex		...	250	4¼	4⅛	4⅛	− ⅛
	13⅞	10⅜	Abitibi g	.50	...	115	11⅛	11	11⅛	+ ⅛
s	15	6	AcceptIns		dd	50	11	10⅞	11	...
	11¾	4¾	AcmeCleve	.40	18	21	8⅝	8½	8½	− ¼
	9¼	3¾	AcmeElec		cc	27	8	7⅞	7⅞	...
n	24¾	15⅛	Acordia	.09	p...	162	21⅞	21½	21½	− ½
	23¾	13½	Acuson		13	1197	13⅞	13⅝	13⅞	+ ¼
	21⅛	18⅛	AdamsExp	1.62	e...	120	20¾	20⅝	20⅝	− ⅛
	21½	7⅜	AdvMicro		8	23928	21½	20⅝	21⅜	+ ⅜

إتجاهات جديدة بشأن الأسهم العادية:

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية – التي سبقت الإشارة إليها في الصفحات السابقة – ظهرت في السنوات الأخيرة أنواعاً جديدة في مقدمتها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية، والأسهم العادية ذات التوزيعات التي تخصم قبل حساب الضريبة، والأسهم العادية المضمونة القيمة.

١) الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل. غير أن شركة جنرال موتورز خرجت على أسواق رأس المال في الثمانينات بمجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية. فإلى جانب الأسهم العادية للشركة ككل، أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم أطلق عليها الفئة "إي" "E Class" وربطت فيها التوزيعات – التي يحصل عليها حاملها – بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، ومجموعة أخرى أطلق عليها الفئة "إتش" "H Class"، وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات. وعلى الرغم من أن المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم، إلا أنه خلق نوعاً من تضارب المصالح بين المستثمرين على النحو الذي سيشار إليه عند تناول الأسهم العادية المضمونة القيمة.

٢) الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة:

الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعدُّ من بين المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة. وفي الثمانينات صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة يسمح للمنشآت التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها، في ظل خطة معنية لمشاركتهم في ملكية المنشأة "Employee Stock Ownership Plan (ESOP)" بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

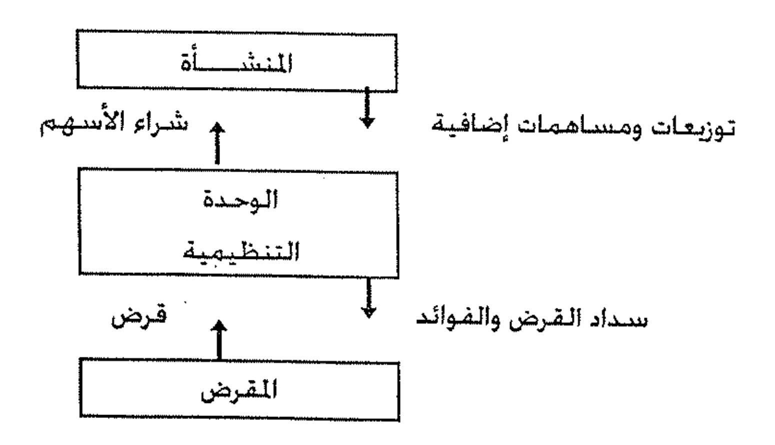
ليس هذا فقط بل لقد نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضاً لصندوق العاملين - المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم - من دفع الضريبة على ٥٠٪ من الفوائد التي تحصل عليها. وقد يكون من الملائم في هذا الصدد كشف اللثام عن كيفية تمويل شراء تلك الأسهم، لعله يفيد عند التفكير في خطة لمشاركة العاملين في ملكية شركات القطاع العام في دول العالم العربي.

وفقاً للخطة المشار إليها تقوم وحدة تنظيمية مختصة - نيابة عن العاملين - بالحصول على قرض طويل الأجل، بهدف استخدام حصيلته لتمويل شراء جزء من الأسهم العادية أو حصة في رأسمال الشركة التي يعملون فيها "Leveraged ESOP Agreement". ويتم خدمة القرض (سداد قيمة القرض ذاته إضافة إلى الفوائد) من التوزيعات التي تتولد عن الأسهم المشتراة، كما قد يتم خدمته من مساهمة مالية إضافية تقدمها المنشأة المعنية وتخصم قيمتها من الإيرادات قبل حساب الضريبة، وذلك في حدود ٢٥٪ من إجمالي مرتبات العاملين.

ومن العوامل المساعدة لنجاح خطة المشاركة، أن الخصم الضريبي الذي يستفيد منه المقرض، يجعله في موقف يسمح له بتخفيض معدل الفائدة على القرض، وقد يصل التخفيض إلى حوالي ٤٪، وهو ما يعني بالتبعية تخفيض تكلفة تمويل شراء الأسهم. كذلك فإن خصم قيمة التوزيعات من الإيرادات قبل حساب الضريبة - وهو ما لا يمكن أن يتحقق إلا في ظل خطة المشاركة - يعد دافعاً قوياً لقيام المنشأة المعنية بتقديم مساهمتها الإضافية لزيادة حصيلة الموارد المستخدمة في شراء الأسهم. بل وقد تذهب في هذا الشأن إلى حد تقديم بعض الأصول كرهن لقيمة القرض المستخدم لتمويل خطة المشاركة. وبالطبع يتوقع أن يتزايد حماس المنشأة إذا كانت أرباحها تقع في شريحة تخضع لمعدل ضريبة مرتفع. ويلخص شكل ١-٢ خطة المشاركة المشار إليها [٣].

شكل ١-٢

الإطار الأساسي لتنفيذ خطة المشاركة



---

(٣) للمزيد عن هذا النوع من الأسهم، يمكن الرجوع إلى كتاب الأوراق المالية وأسواق رأس المال، للمؤلف.

٣) الأسهم العادية المضمونة:

الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصدرته، وذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية. غير أنه في عام ١٩٨٤ ظهرت- لأول مرة - في الولايات المتحدة الأمريكية أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، خلال فترة محدودة عقب الإصدار "Puttable Common Stocks". أما إذا لم يصل انخفاض القيمة إلى الحد المعين، أو إذا تجاوز الانخفاض الحد ولكن بعد انتهاء الفترة المنصوص عليها، فلا يكون للمستثمر الحق في المطالبة بأي تعويض. وعادة ما يحصل المستثمر على عدد من الصكوك يطلق عليها حقوق "Rights" التعويض وذلك مقابل الأسهم المشتراة. ويطلق على الأسهم والحقوق المقررة بالوحدات "Units" كما يطلق على المستثمر فيها حامل الوحدة "Unit Holder". هذا ويمكن أن يباع السهم والحق منفصلين عن بعضها، وذلك خلال الفترة المحددة للمطالبة بالتعويض.

ولعل القارئ قد توصل إلى إستنتاج جوهري بشأن هذا النوع من الأسهم، وهو أن المستثمر يمكنه - خلال فترة التعويض - تحقيق أرباحٍ رأسمالية مع كل ارتفاع في قيمتها السوقية، أما مخاطر التعرض لخسائر رأسمالية فإنها تحدث فقط إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للمطالبة بالتعويض، وحينئذ لن تتجاوز الخسائر قيمة الفرق بين سعر شراء السهم وبين الحد الأدنى للقيمة السوقية الذي تضمنُهُ المنشأة. أما إذا تجاوز انخفاض القيمة

الحد المشار إليه، فلن يتعرض المستثمر لأي خسارة؛ إذ يمكنه حينئذ المطالبة بالتعويض. باختصار لا يوجد حد أقصى للمكاسب التي يحققها المستثمر في حالة ارتفاع القيمة السوقية للسهم، أما الخسائر في حالة انخفاض القيمة السوقية فمحدودة على النحو المشار إليه. وهذه المزايا تماثل تماماً مزايا الإختيار الذي سيعرض له الفصل الثاني، كما تشبه إلى حد كبير مزايا السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم والتي سنعرض لها في القسم الرابع من هذا الفصل.

ولكن كيف يتم تعويض المستثمر عن الإنخفاض في القيمة السوقية للسهم؟ الأصل أن يكون التعويض من خلال إصدار أسهم عادية إضافية يتم توزيعها على المستثمرين. وبالطبع يتوقف نصيب كل مستثمر على عدد الأسهم التي سبق أن اشتراها، كما يتوقف على مقدار الإنخفاض في القيمة السوقية للسهم. وكما يبدو فإن التعويض بإصدار أسهم عادية يحمل في طياته زيادة في ثروة المالكين الجدد على حساب المالكين القدامى. فإنخفاض القيمة السوقية للسهم هو انخفاض له سمة العمومية يصيب كلاً من المالكين القدامى والمالكين الجدد، في حين أن المالكين الجدد هم وحدهم الذي يحصلون على أسهم إضافية مجانية على سبيل التعويض، الأمر الذي يعني زيادة حصتهم في ملكية المنشأة. وإذا ما كان الإنخفاض في القيمة السوقية للسهم كبيرة، فإن إصدار قدر كبير من الأسهم الإضافية لتعويض المالكين الجدد، من شأنه أن يؤدي إلى مزيد من الإنخفاض في القيمة السوقية للسهم، وهو ما يؤدي بالتبعية إلى تضاؤل نسبي في نصيب المالكين القدامى في ممتلكات المنشأة.

يُضاف إلى ذلك أن هناك حداً أقصى لعدد الأسهم المصرح للمنشأة بإصدارها، وذلك على النحو المنصوص عليه في عقد التأسيس. وعليه فإن الإنخفاض الكبير في القيمة السوقية للسهم قد لا يمكن تعويضه بإصدار أسهم جديدة، وذلك إذا ما كان من شأن الإصدار الجديد أن يؤدي إلى تجاوز الحد الأقصى لعدد الأسهم المصرح بإصدارها، وحينئذ تكون تصفية المنشأة (وهي حالة مشابهة للإفلاس) هي أحد الحلول المحتملة. أما الحل البديل فهو استمرار المنشأة مع انتقال ملكيتها إلى المالكين الجدد.

ولتخفيف حدة الإنتقادات التي توجه إلى إصدار هذا النوع من الأسهم استخدمت بعض المنشآت آليات بديلة لتعويض المالكين الجدد عن انخفاض القيمة السوقية للسهم. وقد تمثلت تلك الآليات في النص على أن من حق المنشأة دفع قيمة التعويض في صورة نقدية، أو في صورة أسهم ممتازة، أو أوراق تجارية أو مالية تمثل مديونية قصيرة الأجل وتحمل سعر فائدة متحرك "Floating Interest Rate" وبتاريخ استحقاق وبقيمة إسمية محددين مقدماً.

وقد يشك القارىء في فاعلية الآليات البديلة - وربما يكون شكه في محله - على أساس أن تلك الآليات لا تخلو هي الأخرى من العيوب. فالتعويض النقدي قد ينتهي بالمنشأة إلى التصفية، وذلك إذا لم تتوافر لديها النقدية الكافية لتغطية التعويض المطلوب. كذلك فإن التعويض من خلال أوراق مالية أو تجارية تمثل مديونية قصيرة الأجل يُعرض المنشأة للإفلاس، وذلك في حالة فشلها في تدبير الأموال اللازمة لخدمة الدين خلال الأجل المذكور.

أما النص على إمكانية التعويض بإصدار أسهم ممتازة، فمن شأنه أن يجنب المنشأة التعرض لمخاطر التصفية. وهو ما يعني انخفاض حجم المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها مشتري السهم. وغني عن البيان أن انخفاض المخاطر تعني إمكانية بيع السهم بسعر مرتفع. مما يعني زيادة حصيلة بيع الإصدار وانخفاض تكلفة الأموال بالتبعية. ومع هذا فإن للتعويض بالأسهم الممتازة بعض المشكلات.

فالأسهم الممتازة المصدرة في مثل هذه الظروف لها بعض السمات الخاصة. فضلاً عن أن لحملتها الأولوية على حملة الأسهم العادية في حالة الإفلاس، وأن القيمة الإسمية للسهم لا بد وأن تساوي القيمة الإسمية للسهم العادي، وإن لحامل تلك الأسهم الحق في توزيعات تعادل تماماً ما يحصل عليه حامل السهم العادي، كما أن له الحق في التصويت في الجمعية العمومية. ومعنى هذا أن السيطرة على مقدرات المنشأة تتحول آلياً من المالكين القدامى إلى المالكين الجدد، إذا ما بلغ ما يمتلكونه من أسهم عادية وأسهم ممتازة لها حق التصويت، عدداً يفوق ما يمتلكه المالكون القدامى.

وعلى الرغم من الإنتقادات التي يمكن أن توجه للأسهم المضمونة، فإن لها عدداً من المزايا، من أهمها: كفالة الحماية لمصارف الإستثمار، وضمان التصريف الكامل للإصدار، وإمكانية استخدامها كبديل عن السندات القابلة للتحويل، ومساهمتها في تجنب بعض المشكلات المرتبطة بأسهم أقسام الإنتاج. هذا إلى جانب كونها وسيلة لتخفيف تكاليف نقص المعلومات لدى المستثمرين. ونظراً لارتباط تلك المزايا بالعديد من

الموضوعات التي ستتعرض لها الكتب الثلاثة المكونة للسلسلة. فسوف تحظى بقدر من التفصيل.

١) حماية مصارف الإستثمار:

من بين الوظائف التي تقوم بها مصارف الإستثمار - كما سيتضح من الكتاب الثاني - التعهد بتصريف الأوراق المالية التي أصدرتها المنشأة المعنية بسعر متفق عليه. وإذا ما خشى المستثمرون من تعرض القيمة السوقية للسهم المصدر إلى هبوط كبير في أثناء فترة طرحه للبيع للجمهور، فإن ثمة إحتمالاً بأن يعيد بعضهم بيع ما سبق أن اشتروه. وهو ما يعنى انخفاض الطلب على الإصدار الجديد وتعريض مصارف الإستثمار لخسائر فادحة. ومن المعتقد أن الأسهم المضمونة السعر من شأنها أن تُجنب مصرف الإستثمار جزءاً من تلك الخسائر. إذ قد لا يتوافر الدافع لدى المستثمر لإعادة بيع ما اشتراه في فترة تسويق الإصدار، وذلك طالما أن المنشأة ملتزمة في فترة معينة بتعويضه عن انخفاض القيمة السوقية للسهم عندما يصل الإنخفاض إلى حد معين. والنتيجة هي تحقيق قدر من الاستقرار للسعر الذي يباع به.

٢) ضمان التصريف الكامل للإصدار:

عادة ما تواجه المنشآت الصغيرة التي تتحول من منشآت خاصة تتداول أسهمها بين عدد محدود من المستثمرين، إلى منشآت عامة تتداول أسهمها في أسواق رأس المال، صعوبة في تصريف ما تصدره من أوراق مالية. فخبرة المتعاملين في أسواق رأس المال تشير إلى أن العائد المرتفع على الإستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها المنشآت الصغيرة

تحققه أقلية من المستثمرين، هم أولئك الذين لديهم معلومات خاصة عما يجري في داخل المنشأة. وبناءً على تلك المعلومات تكون قراراتهم الإستثمارية أكثر صواباً، بمعنى أنهم يستطيعون - إلى حد كبير - تمييز الأوراق المالية المربحة من الأوراق المالية غير المربحة التي تصدرها تلك المنشآت [٤]. وبسبب صغر حجم إصداراتها تكون حصة هؤلاء المستثمرين من الأوراق المالية المربحة أكبر من حصتهم من الأوراق المالية غير المربحة. والعكس بالنسبة للمستثمرين الذين لا تتوافر لديهم المعلومات: إذ تكون حصتهم من الأوراق المالية المربحة أقل من حصتهم من الأوراق المالية غير المربحة.

وفي ضوء تلك الخبرات المتراكمة عبر الزمن قد يحجم المستثمرون الذين لا تتوافر لديهم المعلومات، عن توجيه أموالهم للإستثمار في الأسهم العادية التي تصدرها تلك المنشآت، مما قد يؤدي بالتالي إلى رفض مصارف الإستثمار التعاقد معها على أساس الإلتزام بالتصريف الكامل لإصداراتها. وفي ظل هذه الظروف قد تكون الأسهم المضمونة هي الوسيلة الوحيدة لمواجهة الموقف. فالمستثمرون من غير ذوي المعلومات قد يقبلون على شراء الأسهم المضمونة دون خوف من أن تكون قيمتها مغالياً فيها. إذ لو حدث ذلك فلن تلبث أن تنخفض قيمتها السوقية بعد فترة وجيزة، ربما إلى المستوى الذي يُمكنهم من المطالبة بالتعويض على النحو الذي سبقت الإشارة إليه. بعبارة أخرى انتقلت مخاطر نقص المعلومات عن المنشأة - في

---

(٤) يقصد بالأوراق المالية المربحة تلك التي تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها الحقيقية، مما يعني وجود فرص مستقبلة لتحقيق أرباح رأسمالية.

ظل الأسهم المضمونة - من المستثمرين المحتملين إلى المالكين الأصليين الذين سيتكبدون قيمة التعويض.

٣) تعدُّ بديلاً مرغوباً للسندات القابلة للتحويل:

تثير سمات السندات القابلة للتحويل - التي سنعرض لها في القسم الرابع من هذا الفصل - التساؤل عن مدى إمكانية الإعتماد عليها كبديل للأسهم المضمونة. غير أن هناك من يعتقد عكس ذلك فالأسهم المضمونة هي التي تعدُّ بديلاً مرغوباً عن السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم. فالمنشآت العريقة "Mature Corporatin" عادة ما تتخذ قرار تشكيل رأس المال على أساس التوازن بين الوفورات الضريبية وبين تكلفة كل من الإفلاس والوكالة. وإذا ما كانت المنشأة قد ذهبت في استخدامها للأموال المقترضة إلى الحد الذي وصلت معه إلى حالة التوازن - وهو احتمال غير بعيد - عندئذ يكون من الأفضل تمويل احتياجاتها الإضافية من الأسهم العادية المضمونة بدلاً من السندات. وذلك حتى لا ترجح كفة التكاليف على كفة الوفورات.

أما بالنسبة للمنشآت الجديدة "Young Firms" التي عادة ما لا يكون للتوازن المشار إليه تأثير كبير على قرار تشكيل هيكل رأس المال، فإنها تفضل الأسهم المضمونة رغبة منها في تخفيض مخاطر الإفلاس، ولإظهار صافي الربح بعد الضريبة بقيمة أكبر، نظراً لأن التوزيعات - على عكس فوائد القروض - لا تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة(٥).

---

(٥) من الثابت أن مخاطر الإفلاس تتناسب عكسياً مع عمر المنشأة.

يضـاف إلى ذلك أفضليـة الأسهم المضـمونة على السندات القـابلة للتحويل. وذلك للمـنشآت الصغيرة التي ترغب في توفـير الحد الأدنى من صافي الربح اللازم لتسجيل - أو بقاء تسجيل - أسهمها لدى البورصة، وكذا للمنشآت التي تهدف إلى الفوز بعقـود حكومية تشترط حداً أدنى من صافي الربح السنوي [٦]. كذلك. فإن إظهار صافي الربح في صورة أفضل - وهو ما تحققه الأسهم المضمونة - من شأنه أن يدعم مركز المنشأة بين المصارف وغيرها من المؤسسات المالية التي تزودها بما تحتاجه من قروض.

٤) تجنب مشكلات أسهم أقسام الإنتاج:

عندما أصدرت شركة جنرال موتورز الأسهم العادية من فئة إي (E) وفئة إتش (H) على النحو الذي سبقت الإشارة إليه. حدث تعارض بين مصالح حملة هذين النوعين من الأسهم بسبب أسعار التحويل "Transfer Pricing". فارتفاع أسعار تحويل السلع والخدمات التي ينتجها قسم أنظمة المعلومات الإلكترونية مثلاً. يعد في صالح حملة أسهم ذلك القسم. غير أنه قد يلحق الضرر بحملة أسهم قسم إنتاج أجزاء الطائرات. وحيث أنه لا يوجد لدى المتعاملين في أسواق رأس المال أي معلومات عن الخطوات التي سوف تتخذها الإدارة مستقبلاً لحل تلك المشكلة. فإن الطلب على أسهم كلا المجموعتين يحتمل أن ينخفض، وتنخفض معه القيمة السوقية للسهم.

---

(٦) فوائد السندات على عكس توزيعات الأسهم تخصم من الربح قبل حساب الضريبة، وهو ما يعني أن لها أثراً عكسياً على القيمة المطلقة لصافي الربح قبل الضريبة.

ومن المعتقد أنه قد يمكن تجنب الإنخفاض في قيمة السهم - والذي يعد نوعاً من تكلفة الوكالة - لو أن السهم يحمل شرط التعويض. ففي ظل هذا الشرط الجزائي يتوقع أن تتخذ الإدارة العليا قرارات متوازنة في شأن أسعار التحويل، أو في شأن أي مشكلة مماثلة من شأنها أن تؤثر عكسياً على القيمة السوقية للسهم، وذلك تجنباً لدفع التعويض. والنتيجة المنطقية لذلك هو شعور المستثمرين المحتملين بنوع من الإطمئنان قد يتحقق معه الإستقرار في الطلب وفي القيمة السوقية للسهم بالتبعية.

٥) تخفيض تكلفة نقص المعلومات لدى المستثمرين:

قد يكون لدى الإدارة معلومات شبه مؤكدة عن مستقبل مزدهر للمنشأة، ولكنها لا تستطيع إحاطة السوق بتلك المعلومات ربما للاحتفاظ بأسرار المنشأة بعيداً عن أعين المنافسين أو لأي سبب آخر. وفي ظل نقص المعلومات "Information Asymmetry" لدى المستثمرين بشأن ذلك الإزدهار، يتوقع أن تباع الورقة المالية بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية، ويمثل الفرق نوع من تكلفة الوكالة يطلق عليه تكاليف نقص المعلومات لدى المستثمر "Information Asymmetry" المحتمل. هذا وتختلف نسبة تلك التكاليف باختلاف الورقة المالية، إلا أن من المؤكد أنها تكون أكبر في حالة الأسهم العادية مقارنة بالأسهم الممتازة والسندات.

غير أن إصدار الأسهم العادية المصحوبة بضمان حد أدنى للقيمة، يسهم في تخفيض تلك التكاليف. فضمان القيمة - يعد في حد ذاته - إشارة "Signal" غير مباشرة عن مستقبل مزدهر للمنشأة، الأمر الذي

قد يشجع المستثمرين على شراء أسهمها بقيمتها الحقيقية أو بقيمة قريبة منها. يضاف إلى ذلك أنه في ظل المعلومات المتاحة عن رواج محتمل لن تخشى إدارة المنشأة تكبد تعويضات. على أساس أن احتمال انخفاض القيمة السوقية للسهم يعد احتمالاً ضئيلاً. ولكن ماذا لو أن الإشارة غير المباشرة عن المستقبل المزدهر لم تُفهم من قبل المتعاملين في السوق، وانخفضت القيمة السوقية إلى الحد الذي يقتضي دفع التعويض؟ حينئذ يُفضّل أن يدفع التعويض نقداً أو في صورة أوراق تجارية أو مالية وليس في صور أسهم عادية أو ممتازة. وذلك تجنباً لأي آثار عكسية محتملة على حملة الأسهم القدامى، وحتى لا يستفيد حملة الأسهم المضمونة مرة أخرى عندما يحدث الإزدهار المرتقب وترتفع القيمة السوقية للسهم.

الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز "Preferred Stock" مستند ملكية (وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي) له قيمة إسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي. غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة [٧]. وعلى الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق إلا أنه قد ينص على استدعائه في توقيت لاحق، وذلك على نحو مشابه لما سيشار إليه عند تناول السندات.

---

(٧) ليس للأسهم الممتازة نصيب في الإحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في الميزانيات العمومية.

ولحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية. كما أن له الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الإسمية للسهم. وإذا لم تتحقق أرباح في سنة مالية ما أو تحققت أرباح ولكن الإدارة قررت عدم توزيعها، حينئذ لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة، ما لم

يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم عن سنوات سابقة "Cumulative Stock". ومع هذا فقد تنص بعض عقود التأسيس على غير ذلك أي تنص على أن الحق في التوزيعات يكون فقط عن السنوات التي تحققت فيها أرباح "Non-Cumulative Stock".

تتمتع المنشآت التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل ببعض المزايا، من أهمها: أنها ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات في كل سنة تتحقق فيها أرباح، وأن التوزيعات محدودة بمقدار معين، وأنه لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت إلا في الحالات التي تعاني فيها المنشأة من مشكلات عويصة. كذلك فإن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الإقتراضية المستقبلة للمنشأة. يضاف إلى ذلك أن قرار إصدار تلك الأسهم قد يتضمن إعطاء المنشأة الحق في استدعاء الأسهم التي أصدرتها، أي إعادة شرائها وذلك في مقابل أن يحصل حامله على مبلغ يفوق قيمته الإسمية. ويمثل هذا الحق ميزة بالنسبة للمنشأة إذ يمكنها الإستفادة من انخفاض أسعار الفائدة في السوق، وذلك بالتخلص من الأسهم الممتازة التي سبق أن أصدرتها وإحلالها

بسندات ذات كوبون منخفض، أو بأسهم ممتازة ذات معدل ربح منخفض.

وإذا كان للأسهم الممتازة كل هذه المزايا فإنها لا تخلو من العيوب، وأول ما يذكر في هذا الصدد ارتفاع تكلفتها نسبياً. فتكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تفوق تكلفة الإقتراض. ويرجع هذا إلى أن توزيعات الأسهم الممتازة - على عكس الفوائد - لا تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ومن ثم لا تحقق المنشأة من ورائها وفورات ضريبية. يضاف إلى ذلك أن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضون، ومن ثم يطالبون بمعدل أعلى للعائد. فعلى عكس المقرضين ليس ثمة ما يضمن حصول حملة الأسهم الممتازة على عائد دوري، كما أنه في حالة الإفلاس وتوزيع أموال التصفية يأتي حملة الأسهم الممتازة في المرتبة الثانية.

ويعاب على الأسهم الممتازة إلزامية التوزيعات. حقاً ليس لحملة هذه الأسهم المطالبة بنصيبهم في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها، إلا أنهم يحتفظون بحقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح سنة لاحقة. يضاف إلى ذلك عيب ثالث يتمثل في حق حملة هذه الأسهم في التصويت على بعض القرارات من بينها تلك التي تتعلق بفرض قيود على إجراء التوزيعات، كما يكون لهم الحق في التصويت أيضاً عند مواجهة المنشأة لبعض المشكلات، مثل عدم كفاية الأموال التي ينبغي احتجازها لاستدعاء الأسهم الممتازة.

إتجاهات جديـدة في شأن الأسهم الممتازة:

إلى جانب الأسـهم الممتـازة التـقليـدية هناك الأسـهـم الممتـازة ذات التوزيعات المتغيرة، والأسهم الممتازة التي لها حق التصويت. وحيث أنه قد تم مناقشة النوع الأخير عند مناقشة الأسـهم العادية المضمونة، فسوف نقتصر هنا على تناول الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة.

الأصل أن التـوزيعات على الأسـهم الممتازة ثـابتة بنسـبة معـينة من القيمـة الإسمية للسـهم. وفي عام ١٩٨٢ ظهـر في الولايات المتحـدة ولأول مرة نوع جـديد من الأسـهم الممتـازة ترتبط فيـها التوزيعـات بمعدل العـائد على نـوع من سـندات الخـزانة "Treasury Bonds" على أن يجـرى تعـديل على نصـيب السـهم من الأرباح مـرة كل ثلاثة شـهـور بناءً على التـغـيـر الذي يطـرأ على مـعـدل العـائد على تلـك السندات (ARPS) "Adjustable Rate Preferred Stocks". وللمحـافظة على مستـوى ملائم من الطلـب على تلك الأسـهـم، عـادة مـا ينـص على أن لا تقل نسـبة التوزيعات عن ٥ر٧٪ من القيمة الإسمـية للسـهم، وإن كـان يشترط أيضاً أن لا تزيد النسبة عن ٥ر١٥٪ من تلك القيمة.

السندات التي تصدرها منشآت الأعمال:

تعـد السندات التي تصـدرها منشآت الأعـمال بمـثابة عـقد أو إتفـاق "Indenture" بين المنشأة (المقـترض) والمسـتـثمر (المقرض). وبمقـتضـى هذا

الإتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً إلى الطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة. وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضماناً للسداد "Mortgage Bonds or Secured Bonds" أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق. كما قد يتضمن العقد شروطاً لصالح المقترض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الإستحقاق.

ونظراً لأن المستثمر الفرد عادة ما يكون واحداً من آلاف المستثمرين الذين أقبلوا على شراء تلك السندات، وأن مشترياته قد لا تمثل سوى جزء ضئيل من القيمة الكلية للإصدار، فإنه لا يستطيع عملياً متابعة استيفاء المنشأة للشروط التي تضمنها العقد. لذا تنص التشريعات على دخول طرف ثالث قد يكون مصرفاً تجارياً، يعمل بمثابة وكيل أو حارس أو أمين "Trustee" يوكل إليه بتلك المهمة.

هذا وقد يكون السند لحامله "Bearer Bond" وبذلك يعد ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو بالشراء أو بالتنازل. وفي تاريخ استحقاق الفائدة يتقدم المستثمر للمصرف المختص أي الأمين "Trustee" بالكوبون المرفق لتحصيل قيمة الفائدة. ويطلق على هذا النوع من السندات أيضاً سندات الكوبون "Coupon Bonds". أما السند المسجل باسم المستثمر "Registered Bond" فتدفع عنه الفوائد بشيكات للشخص المسجل باسمه السند. ويحقق هذا النوع من السندات الحماية لصاحبه ضد السرقة أو التلف وما شابه ذلك، إلا أنه غير قابل للتداول على نحو مماثل للنوع السابق. أما معدل الفائدة أو معدل الكوبون "Coupon Rate" لكلا

النوعين فتحدده المنشأة في ضوء عدد من المتغيرات. من بينها: مخاطر عدم الوفاء بالإلتزامات في تواريخ الإستحقاق. والمركز الإئتماني للمنشأة. وما إذا كان السند قابلاً للتحويل إلى سهم عادي. ومستقبل الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة. والرهونات المتاحة لخدمة الإصدار. وأسعار الفائدة السائدة في السوق. وحجم المنشأة. وما شابه ذلك.

ويأمل مصرف الإستثمار المختص أن يباع السند عند إصداره بالقيمة الإسمية المدونة عليه. وهو ما يتحقق عندما يسود الاعتقاد بين جمهور المتعاملين في السوق بأن معدل الكوبون يتناسب مع حجم المخاطر التي يتعرض لها الإستثمار في تلك السندات. أما إذا كان الاعتقاد السائد يقضي بأن معدل الكوبون أقل من مثيله لسندات أخرى في ذات المستوى من المخاطر. فسوف يباع السند بخصم على قيمته الإسمية "At a Discount" وهو ما يعتبر بمثابة تعويض للمستثمر. وغني عن البيان أن معدل الخصم مضافاً إليه معدل الكوبون لا بد وأن يساوي على الأقل معدل الكوبون على السندات التي على المستوى نفسه من المخاطر. وذلك حتى يجد السند مستثمرين راغبين في شرائه.

أما إذا كان معدل الكوبون للسند أعلى من مثيله لسندات على ذات المستوى من المخاطر. فسوف يباع السند بقيمة أعلى من قيمته الإسمية "At a Premium"، وذلك كنوع من التعويض للمنشأة المصدرة. ومن المتوقع أن ترتفع القيمة السوقية للسند إلى المستوى الذي يكون فيه معدل الكوبون مطروحاً منه معدل الزيادة عن القيمة الإسمية. مساوياً لمعدل الكوبون للسندات التي على المستوى نفسه من المخاطر. ويوضح

جدول ١-٢ الكيفية التي تنشر فيها أسعار تلك السندات في صحيفة وول ستريت.

يشير العمود الأول من جدول ١-٢ إلى اسم السند ومعدل الكوبون وتاريخ الإستحقاق. فمثلاً ٩٥٠٨ تعنى أن السند يحمل معدل كوبون ٩٪ وتاريخ استحقاقه في عام ٢٠٠٨. أما ٢٠٢ $\frac{٣}{٨}$ ٧ فتعني أن معدل الكوبون $\frac{٣}{٨}$ ٧٪ وتاريخ الإستحقاق سنة ٢٠٠٢. أما العمود الثاني فيكشف عن معدل العائد الحالي على الإستثمار"(Current Yield (Yld.)" وهو عبارة عن نسبة الفوائد مضافاً إليها الأرباح الرأسمالية في تاريخ النشر إلى السعر الذي بيع به السند عند الإصدار. وبالنسبة لحجم التعامل "(Volume (Vol.)" فيظهر في العمود الثالث. يتبعه العمود الرابع الذي يشير إلى سعر الإقفال "Close". فالعمود الخامس الذي يكشف عن نسبة التغير ."Net Chg" في سعر إقفال اليوم عن سعر إقفال الأمس. فمثلاً التغير في سعر أول سند في جدول ١-٢ كان - $\frac{١}{٢}$ ١ بينما كان سعر الإقفال $\frac{١}{٢}$ ١٠١ مما يعني أن سعر إقفال الأمس كان ١٠٣. ولعل القارىء قد لاحظ أن أسعار سندات منشآت الأعمال تنشر بكسر $\frac{١}{٨}$ مثلها مثل الأسهم العادية. مع ملاحظة أن الكسر $\frac{٣}{٨}$ يظهر بقيمة قدرها $\frac{١}{٤}$ ، والكسر الذي قيمته $\frac{٤}{٨}$ يظهر بقيمة قدرها $\frac{١}{٢}$.

وتتفاوت تواريخ استحقاق السندات. فقد تكون من النوع قصير الأجل (٥ سنوات فأقل) أو من النوع متوسط الأجل (٥ - ١٠ سنوات) أو طويل الأجل الذي قد يمتد إلى (٢٠) سنة وربما أكثر. وقد ينص عقد الإصدار

على حق المنشأة في استدعاء السند قبل تاريخ الإستحقاق "Callable Bonds".

تستفيد المنشأة من هذا الشرط إذا ما سادت ظروف إقتصادية، ترتب عليها انخفاض في مستوى أسعار الفائدة في السوق عما كانت عليه عند إصدار السندات. فحينئذ تقوم المنشأة باستدعائها وإصدار سندات أخرى بديلة بمعدل كوبون أقل، يتناسب مع مستويات الفائدة السائدة. ولتعويض المستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الإستدعاء، عادة ما ينص على قيمة للإستدعاء تفوق القيمة الإسمية للسند. ويطلق على الفرق بين القيمتين بعلاوة الإستدعاء "Call Premium". هذا فضلاً عن تعويض مسبق قد يحصل عليه المستثمر، في صورة معدل مرتفع للكوبون، وذلك بالمقارنة مع معدل الكوبون على سندات مماثلة من حيث المخاطر لكنها غير قابلة للإستدعاء "Non-Callable Bonds".

جدول ١-٢
الكيفية التي تظهر فيها أسعار سندات منشآت الأعمال في صحيفة وول ستريت

NEW YORK EXCHANGE BONDS

Bonds	Cur Yld	Vol	High	Low	Close	Net Chg.
DayC 6s94	cv	34	103	101½	101½	−1½
DaylH 15¼91	14.	17	108⅞	108	108⅞	+ ⅞
DaylP 17s91	15.	42	113½	112	112	− ¾
Deere 5½s01	cv	10	93½	93½	93½	−1
Deere 9s08	cv	54	98¾	98¼	98¾	.....
DetEd 6s96	9.1	25	66¼	66	66¼	.....
DetEd 9.15s00	11.	36	82½	81¾	82	+ ⅜
DetEd 8.15s00	11.	6	74¼	74⅛	74¼	− ¾
DetEd 9⅞s04	12.	1	84	84	84	+1⅜
Digit 8s09	cv	20	115½	115¼	115½	+ ⅜
Dow 8½s05	11.	10	77½	77½	77½	+ ⅛
Dow 8½s06	11.	5	76½	76½	76½	− ½
Dow 8⅝08	11.	50	77⅜	77⅜	77⅜	+ ⅛
Dow 11¼10	12.	7	96⅜	96⅜	96⅜	+ ¼
DwCrn 9⅜s05	11.	2	88¾	88¾	88¾	.....
duPnt 8.45s04	11.	35	79⅝	79⅝	79⅝	+ ⅝
duPnt 8½s06	11.	14	80½	79½	79½	.....
duPnt 14s91	13.	64	111⅝	111⅛	111½	+ ⅜
duPnt d6s01	9.7	125	62⅜	62⅛	62⅛	+ ⅛
DukeP 7⅜s01	10.	5	71½	71½	71½	+ ½
DukeP 7⅜s02	10.	5	70¼	70¼	70¼	+ ¼
DukeP 8⅛s03	11.	30	75	75	75	− ½
DukeP 10⅞s09	11.	48	96⅞	95	95½	−1⅜
DukeP 12s90	12.	10	104⅛	104¼	104¼	− ⅛
DuqL 8⅜s00	11.	13	76⅛	76⅛	76⅛	+ ⅝
DuqL 9s06	12.	2	75½	75½	75½	+ ⅜
Dyco 13s88	13.	1	101⅛	101⅛	101⅛	−1¾
EasAir 5s92	cv	15	62	62	62	− ⅝
EasAir 4⅞s93	cv	5	60	60	60	.....
EasAir 11½s99	cv	319	97⅞	96¾	97⅝	+ ⅜
EasAir 11⅞s05	cv	99	106	105⅛	105⅞	− ¾
EasAir 17½s97	16.	13	113⅞	110	110	−3
EasAir 17½s98	16.	15	112⅜	111⅞	112⅜	+ ⅞
EasAir 16⅛s02	15.	18	108	107¾	108	+ ¼
EKod 8¼s07	cv	62	93⅛	93½	93½	− ⅛
Eaton 8½s08	cv	17	109¼	108⅜	109¼	+ ¼
ElPas 12.45s97						

وعادة ما تودع المنشأة أقساطاً سنوية "Sinking Funds" لدى مصرف الإستثمار المختص تسمح لها مستقبلاً بإجراء عملية الإستدعاء. أما إذا لم يتم استدعاء السندات أو كانت السندات غير قابلة للإستدعاء، حينئذ ينبغي أن تكون الأقساط المتجمعة كافية لرد قيمة السندات بالكامل في تاريخ الإستحقاق، وإلا تعرضت المنشأة لمخاطر الإفلاس. وغني عن البيان فيما إذا كانت السندات غير قابلة للإستدعاء فإنه يمكن استهلاك جزء منها على الأقل، وذلك بشرائها مباشرة من السوق بالسعر السائد.

وإذا ما أصدرت المنشأة سندات بضمان بعض الأصول، حينئذ يكون لحاملها الأولوية في استرداد مستحقاته من الأصل المرهون "First Mortgage". وإذا ما صدرت فيما بعد مجموعة أخرى من السندات (إصدار آخر) بضمان ذات الأصول فإن حقوق حملتها تأتي في المرتبة الثانية "Junior Mortgage". وإذا ما تعرضت المنشأة للإفلاس، وترتب على إعادة تنظيمها إصدار سندات جديدة فيكون لحملة تلك السندات (السندات الجديدة) الأولوية في استرداد مستحقاتهم متقدمين على حملة السندات التي صدرت قبل التعرض للإفلاس "Prior Line Bonds" حتى ولو كانت مضمونة برهونات.

إتجاهات جديدة في شأن السندات:

أُستحدثت في العشرين سنة الأخيرة أنواع جديدة من السندات، لها سمات تختلف عن سمات السندات التقليدية بصورة أو أُخرى. فثمة

سندات لا تحمل كوبوناً، وأخرى ذات معدل فائدة متحرك، والسندات ذات الدخل، والسندات منخفضة الجودة، وسندات المشاركة.

أما السندات التي لا تحمل معدلاً للكوبون "Zero coupon Bonds"، فإنها تباع بخصم على القيمة الإسمية، على أن يسترد المستثمر القيمة الإسمية عند تاريخ الإستحقاق، كما يمكنه بيعها في السوق بالسعر السائد وذلك إذا رغب في التخلص منها قبل تاريخ الإستحقاق. ويمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين القيمة الإسمية أو سعر البيع مقدار الفائدة الذي يحققه المستثمر. وعلى الرغم من أن المستثمر لا يحصل على الفوائد إلا عند تحقيقها أي عند تاريخ الإستحقاق أو عند البيع، فإن مصلحة الضرائب تحصل على مستحقاتها السنوية وذلك بناءً على معدل العائد السنوي، الذي يتم حسابه بناءً على فكرة معدل العائد الداخلي، التي عادة ما يُشار إليها في مؤلفات الإدارة المالية.

وفيما يتعلق بالسندات ذات معدل الفائدة المتحرك "Floating Rate Bonds"، فقد استحدثت في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة، مما ترتب عليها انخفاض القيمة السوقية خاصة للسندات طويلة الأجل، بشكل ألحق بحامليها خسائر رأسمالية كبيرة. وعادة ما يحدد لتلك السندات سعر فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أشهر، على أن يعاد النظر فيه دورياً كل نصف سنة بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة الجارية في السوق.

وبالنسبة للسندات ذات الدخل "Income Bonds". فإنها تواكب إلى حد بعيد إحتياجات المصارف الإسلامية؛ إذ لا يجوز لحامليها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحاً. ومع هذا، فقد ينص في بعض عقود الإصدار على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح، وذلك من أرباح سنة لاحقة "Cumulative Provision". كما قد ينص على ضرورة قيام المنشأة باحتجاز جزء من الأرباح لسداد قيمة السندات عندما يحل تاريخ استحقاقها "Sinking Fund". إضافة إلى نص ثالث محتمل وهو أن يكون لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم عادية.

أما بالنسبة للنوع الرابع وهي السندات الرديئة (متواضعة الجودة) "Junk Bonds" فقد أُستحدثت في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس مال المنشأة "Leveraged Buyout" التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جزء من أسهمها المتداولة في السوق. وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، بشكل يجعل الإستثمار في تلك السندات محفوفاً بقدر كبير من المخاطر. وهو ما يقتضي أن يكون معدل الكوبون الذي تحمله مرتفعاً ليعوض المستثمر عن تلك المخاطر، وذلك على النحو الذي سنشير إليه في الكتاب الثاني من هذه السلسلة. وأخيراً، تعطى سندات المشاركة "Participating Bonds" للمستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل وفي جزء من أرباح المنشأة.

الأوراق الماليــة القابلــة للتحويل:

يقصد بالأوراق المالية القابلة للتحويل "Convertible Securities" السندات والأسهم الممتازة التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية، إذا ما رغب حاملها في ذلك. وعادة ما تكون تلك الأوراق قابلة للإستدعاء وذلك بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية. وبالطبع لا يتوقع التلويح باستخدام شرط الإستدعاء إلا عندما تكون قيمة التحويل "Conversion Value" أعلى من سعر الإستدعاء "Call Price". ويقصد بقيمة التحويل القيمة السوقية للسهم مضروبة في معدل التحويل "Conversion Ratio" أي مضروبة في عدد الأسهم العادية مقابل كل سند أو سهم ممتاز قابل للتحويل. وتختلف قيمة التحويل عن سعر التحويل "Conversion Price" إذ يتمثل سعر التحويل في القيمة الإسمية للسند أو السهم الممتاز القابل للتحويل مقسوماً على معدل التحويل. وفي ضوء هذه العلاقة، فإن معدل التحويل يتمثل في ناتج قسمة القيمة الإسمية للسند على سعر التحويل.

ولتوضيح ما تعنيه تلك المصطلحات دعنا نفترض أن القيمة الإسمية للسند ١٠٠٠ جنيه، وأنه يمكن تحويله إلى ٥ أسهم. حينئذ يكون معدل التحويل ٥ أسهم للسند الواحد. أما سعر التحويل فيبلغ ٢٠٠ جنيه (١٠٠٠ جنيه ÷ ٥ أسهم). وإذا ما كانت القيمة السوقية للسهم العادي للمنشأة المعنية ٢١٠ جنيهاً، فإن قيمة التحويل تكون ١٠٥٠ جنيهاً (٢١٠ جنيهاً x ٥ أسهم) لكل سند. أما إذا كانت القيمة السوقية للسهم العادي ١٩٠ جنيهاً، فتكون قيمة التحويل للسند ٩٥٠

جنيهاً. وبالطبع لا يتوقع تحويل السندات إلى أسهم إلا إذا كانت قيمة التحويل أعلى من القيمة السوقية للأوراق القابلة للتحويل.

ومن المتوقع أن تكون القيمة السوقية للورقة القابلة للتحويل أعلى من قيمة التحويل وقت الإصدار، وإلا قام مشتري تلك الورقة بتحويلها إلى أسهم بمجرد شرائها من بنكير (مصرف) الإستثمار المختص. ويمثل الفرق علاوة التحويل "Conversion Premium". فلو أن السند القابل للتحويل يباع عند إصداره بقيمته الإسمية التي تبلغ ١٠٠٠ جنيهاً. وأن القيمة السوقية للسهم العادي وقت إصدار تلك السندات ١٨٠ جنيه، وأن معدل التحويل ٥ أسهم للسند الواحد، حينئذ تكون قيمة التحويل ٩٠٠ جنيه، وتكون علاوة التحويل ١٠٠ جنيه أو ١ر١١٪ من قيمة التحويل.

هذا ومن المتوقع أن يترتب على تحويل تلك الأوراق زيادة في عدد الأسهم العادية مما يعرض المالكين القدامى (حملة الأسهم العادية الأصلية) لمخاطر انخفاض الربحية والقيمة السوقية للأسهم العادية التي يمتلكونها "Dilution". غير أن على هؤلاء المالكين أن يدركوا أن الإنخفاض الذي يطرأ على ربحية السهم العادي نتيجة لزيادة عدد الأسهم يعوضه - ولو جزئياً - زيادة في تلك الربحية نتيجة لزيادة صافي الربح المتاح لحملة تلك الأسهم؛ إذ لم تعد هناك فوائد تدفع أو أرباح توزع على حملة السندات أو الأسهم الممتازة التي تم تحويلها إلى أسهم عادية.

يضاف إلى ذلك أن التخلص من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت -

الأسهم الممتازة أو السندات التي تحولت إلى أسهم عادية - يترتب عليه انخفاض المخاطر المالية "Financial Risk" التي يتعرض لها عائد الأسهم العادية. ويؤدي بالتالي إلى تحسين في القيمة السوقية للسهم، مما يعوض المالكين القدامى - ولو جزئياً - عن الإنخفاض الذي طرأ على تلك القيمة نتيجة لزيادة عدد الأسهم العادية (٨).

ولا تقتصر عيوب الأوراق المالية القابلة للتحويل على مخاطر انخفاض الربحية والقيمة السوقية للأسهم العادية للمالكين القدامى. بل هناك المخاطر التمويلية أيضاً. فاحتمال عدم ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي لمستوى يشجع المستثمرين على التحويل خلال الفترة المتوقعة. قد يفهم من قبل المتعاملين في السوق على أنه مؤشر على انخفاض مستوى أداء المنشأة عما كان متوقعاً. الأمر الذي قد يترك أثراً غير مرغوب على قدرتها على تدبير موارد مالية مستقبلاً.

أما أهم مزايا التحويل فتتمثل في تأجيل التأثير السلبي على كل من الربحية والقيمة السوقية للسهم العادية.. والذي كان يمكن أن يحدث مبكراً لو أن المنشأة أصدرت أسهماً عادية من البداية. هذا فضلاً عن أن تكلفة الأوراق المالية القابلة للتحويل عادة ما تكون أقل مقارنة بأوراق مالية مماثلة لكنها غير قابلة للتحويل، وهو ما يعني في النهاية انخفاض متوسط تكلفة الأموال. وتعد هذه الميزة ذات أهمية للمنشآت التي تتصف بانخفاض تصنيفها الإئتماني "Low Credit

---

(٨) حقاً سوف يضيع على الملاك الوفورات الضريبية على فوائد السندات. إلا أن تلك الوفورات يمكن تعويضها ولو جزئياً بالإرتفاع في القيمة السوقية للسهم.

"Rating" في الوت الذي يتوقع لها معدلات نمو مبشرة في المستقبل. ذلك أن من شأن حق التحويل أن يزيد أو يقلل من مخاوف المستثمرين المحتملين إزاء انخفاض القدرة الإئتمانية للمنشأة، أي ضعف قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه حملة تلك الأوراق. لماذا؟ لأنهم يدركون أن من حقهم تحويل تلك الأوراق مستقبلاً إلى أسهم عادية، وهذه الأسهم يتوقع أن تدر عائداً مرتفعاً عندما يتحقق النمو المنتظر. ونتيجة لتلك المزايا قد تستطيع المنشأة إصدار تلك الأوراق بمعدل كوبون (في حالة السندات) أو بنسبة أرباح (في حالة الأسهم الممتازة) معقولة، وهو ما يعني تخفيض في تكلفة الأموال. وغني عن البيان أنه إذا لم تكن تلك الأوراق قابلة للتحويل، لما انخفضت مخاطر الوفاء واضطرت المنشأة لرفع معدل الكوبون أو نسبة الأرباح لتتناسب مع حجم تلك المخاطر.

وبالنسبة للمستثمر عليه أن يدرك أن إعطائه حق الإختيار بين الإبقاء على الورقة بالصفة التي صدرت بها (سهم ممتاز أو سند) أو تحويلها إلى سهم عادي من دون تكلفة. ذلك أن الأوراق المالية القابلة للتحويل عادة ما تباع بسعر أعلى من مثيلتها من الأوراق التي لا تعطي لحاملها هذا الحق. غير أنه يدرك أيضاً أن للحق المذكور ميزة أساسية وهي التغطية في مواجهة المستقبل "Hedging Against the Future". فلو أن القيمة السوقية للسهم العادي قد ارتفعت إلى المستوى الذي جعل القيمة السوقية للورقة القابلة للتحويل مساوية أو قريبة من قيمة التحويل "Conversion Value" حينئذ سوف يحقق المستثمر بعض المكاسب. أما إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم العادي فإن قيمة التحويل للورقة المعنية تنخفض لكن إلى مستوى محدد لا يتعداه، يتمثل في قيمة

الورقة كسند أو سهم ممتاز غير قابل للتحويل.

ولتوضيح الفكرة إفترض أن مستثمراً ما يمتلك سنداً قابلاً للتحويل قيمته الإسمية ١٠٠٠ جنيه. ويحمل كوبوناً معدله ١٠٪. ويستحقه بعد ٢٠ سنة. إفترض كذلك أنه إذا لم يكن للسند ميزة التحويل فإن المستثمرين في السوق لن يقبلوا على شرائه. إلا إذا تحقق من ورائه عائداً "Yield to Maturity" معدله ١٢٪ على الأقل. وهو ما يمثل العائد المطلوب على الإستثمار. وهذا لن يحدث إلا إذا اشترى السند المذكور بسعر أقل من قيمته الإسمية. طالما أن معدل الكوبون أقل من معدل العائد المطلوب. ويتحدد ذلك السعر بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلة (الفوائد السنوية والقيمة الإسمية في تاريخ الإستحقاق) مخصومة بمعدل ١٢٪. وهي تعادل ٨٥١ جنيهاً تقريباً. والآن سنفترض أسوأ الظروف وهي أن القيمة السوقية للسهم العادي بقيت عند سعر لا يشجع على التحويل. هذا يعني ضمناً أن السند لم يعد قابلاً للتحويل. ويعامل معاملة السند العادي ومن ثم يباع بسعر ٨٥١ جنيهاً. ويتحقق لحامله عائداً معدله ١٢٪.

ولإثبات أن شراء السند بتلك القيمة يحقق العائد المشار إليه. يمكن تطبيق فكرة معدل العائد الداخلي التي عادة ما يشار إليها في مؤلفات الإدارة المالية. إذ سيتضح أن ١٢٪ هو معدل العائد الذي يجعل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة عن السند (الفوائد إضافة إلى القيمة الإسمية) تساوي قيمته الحالية. أي القيمة التي قبل المستثمر شراءه بها وهي ٨٥١ جنيهاً.

الخلاصة

تعدُّ الأوراق المالية محور التعامل في أسواق رأس المال وبعض أسواق النقد. وتتعامل أسواق رأس المال في الأوراق المالية طويلة الأجل وفي مقدمتها الأسهم والسندات. أما أسواق النقد فتتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل. وإذا كانت أسواق النقد بطبيعتها هي أسواق مبعثرة مثل المصارف التجارية وبيوت السمسرة التي تتعامل في تلك الأوراق. فإن أسواق رأس المال قد تكون مبعثرة وهي الأسواق غير المنظمة، أو غير مبعثرة أي متواجدة في مكان واحد وهي الأسواق المنظمة أي البورصات.

وبصرف النظر عن كون الورقة المالية قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، فعادة ما يكون لها سوق أول وسوق ثانٍ (ثانوي). ويقصد بالسوق الأول الجهة التي يعهد لها بإصدار الورقة وتسويقها أي بيعها للجمهور لأول مرة مثل مصارف الإستثمار، والمصارف المركزية وربما المصارف التجارية في بعض الدول. أما السوق الثاني فيقصد به السوق الذي تتعامل في تلك الأوراق فيما بعد أي السوق الذي يلجأ إليه حامل الورقة لبيعها، أو يلجأ إليها المستثمر المحتمل بغرض شرائها. هذا وقد يكون للورقة سوق ثالث وسوق رابع على النحو الذي سيشار إليه في الكتاب الثاني.

الفصل الثاني

الأوراق المالية الأخرى

تناولنا في الفصل الأول الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال الفورية. وقد أشرنا حينذاك إلى أن الأوراق المتداولة في تلك الأسواق هي الأوراق المالية طويلة الأجل. والتي تتمثل في الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال. إلى جانب أنواع معينة من الأوراق المالية الحكومية. ومع هذا فقد آثرنا أن يقتصر الفصل الأول على تناول ما تصدره منشآت الأعمال من تلك الأوراق. على أن تُعرض الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها الحكومة في الفصل الثاني. ويرجع هذا إلى ثلاثة أسباب: أولها أنه بينما تعتبر الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال قاسماً مشتركاً في أسواق رأس المال في العالم كافة. فإن نوعية السندات الحكومية التي تتداول في تلك الأسواق تختلف من سوق إلى آخر. أما السبب الثاني فيتمثل في أن نصيب أسواق رأس المال المنظمة (البورصات) من الأوراق المالية الحكومية يعد ضئيلاً. فضلاً عن أنها عادة ما تُصنف ضمن الأوراق المالية غير النشطة. وأخيراً، يكمن السبب الثالث في رغبة المؤلف في إحداث نوع من التوازن بين محتويات الفصول المكونة لهذا الكتاب.

وهكذا، وفي ضوء شكل ١-١ الذي سبقت الإشارة إليه في الفصل الأول، سوف يتكون الفصل الثاني الذي نحن بصدده من أربعة أقسام. في القسم الأول نعرض للأوراق المالية الحكومية طويلة الأجل التي تتداول في أسواق رأس المال، إضافة إلى تلك التي يحتكر البنك المركزي أو

وزارة الخزانة تداولها. و في القسم الثاني نعرض للأوراق المالية التي تتداول في أسواق النقد. أما القسم الثالث فسوف يخصص للأوراق المالية المتداولة في أسواق الإختيار. وأخيراً، سوف يُكرس القسم الرابع لأنواع جديدة من الأوراق المالية، هي الأوراق المالية المُخلقة والتي تتمثل في اتفاقات مالية أمكن تحويلها إلى أوراق مالية قابلة للتداول.

الأوراق المالية الحكومية المتداولة في أسواق رأس المال:

يقصد بالأوراق المالية الحكومية "Government Securities" صكوك المديونية المتمثلة في السندات وما يماثلها، والتي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم. وفي الدول التي تأخذ بنظام الحكم المحلي قد لا يقتصر حق إصدار تلك الأوراق على الحكومة المركزية، إذ قد يمارس ذات الحق أيضاً بواسطة الحكومات المحلية.

وينظر المستثمر إلى الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة المركزية على أنها أكثر جاذبية؛ إذ عادة ما يتمتع عائدها بالإعفاء الضريبي، وهو ما يندر أن يتحقق للأوراق المالية التي تصدرها الحكومات المحلية. يضاف إلى ذلك تضاؤل مخاطر التوقف عن السداد أو مخاطر تأجيله. فالحكومة المركزية يمكنها زيادة مواردها المالية لمواجهة خدمة الديْن عن طريق إصدار المزيد من أوراق البنكنوت، أو عن طريق فرض ضرائب جديدة. أما الحكومات

المحلية فليس من حقها إصدار أوراق بنكنوت. كما أن قدرتها على فرض المزيد من الضرائب عادة ما تكون محدودة. ويحدثنا التاريخ عن حالات عديدة تعرضت فيها حكومات محلية في الولايات المتحدة لمخاطر الإفلاس – وفي مقدمتها حكومة مدينة نيويورك وحكومة مدينة سينسناتي بولاية أوهايو – نتيجة لعدم قدرتها على تدبير الأموال اللازمة لخدمة ما عليها من ديون. لذا فقد عمدت بعض الحكومات المحلية في الولايات المتحدة إلى التأمين على السندات التي تصدرها "Insured Bonds" وذلك لخلق جو من الثقة بين المستثمرين مما قد يسهم في خلق سوق نشطة نوعاً ما لتلك الأوراق.

ورغبة في إثراء معرفة القارئ سوف يعرض هذا القسم للأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها الحكومة المركزية (الفيدرالية) الأمريكية، إضافة إلى ما تصدره حكوماتها المحلية. وذلك على اعتبار أن الولايات المتحدة هي أكثر الحكومات في العالم استخداماً للقروض، ومن ثم فقد تعددت وتنوعت الأوراق المالية التي تصدرها حتى تستطيع جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين المحتملين. هذا وإذا كان القسم الذي نحن بصدده سوف يقتصر على ما تصدره الحكومة (المركزية أو المحلية) من الأوراق المالية طويلة الأجل، التي تتداول في أسواق رأس المال أو التي يحتكر البنك المركزي أو وزارة الخزانة تداولها، فإن القسم الثاني سوف يتضمن ما تصدره الحكومة من الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تتداول في سوق النقد.

أولاً: الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة المركزية:

يمكن تصنيف الأوراق التي تصدرها الحكومة المركزية إلى أوراق مالية تحتكر وزارة الخزانة تداولها، وأوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال.

١) الأوراق المالية التي تحتكرها وزارة الخزانة:

يقصد بتلك الأوراق السندات الإدخارية "Saving Bonds" وهي سندات غير قابلة للتداول بالبيع أو بالشراء أو بالتنازل، كما لا يجوز لحاملها رهنها لصالح غيره. وتُشترى تلك السندات من وزارة الخزانة فقط، التي هي أيضاً المكان الوحيد الذي يلجأ إليه حاملوها لاسترداد قيمتها في أي وقت يريدون. وتعد هذه السندات الإصدار الحكومي الوحيد – في الولايات المتحدة – الذي لا يتداول سواء في الأسواق المنظمة أو في الأسواق غير المنظمة.

ويحصل حامل السند الإدخاري على معدل فائدة متغير، يرتبط معدله بمعدل الفائدة على نوع آخر من السندات التي تصدرها وزارة الخزانة، وذلك بشرط أن لا يقل ذلك العائد عن نسبة معينة. ويُستثنى المستثمرون الذين يرغبون في استرداد قيمة السند مبكراً، ومن ثم قد يصبحون عرضة للحصول على عائد قد يقل عن الحد الأدنى المشار إليه. هذا مع ملاحظة أن الفائدة على تلك السندات تتمثل في الفرق بين السعر الذي أُشتري به السند وبين القيمة التي يحصل عليها المشترى عند رغبته في استرداد قيمته من وزارة الخزانة.

ولتشجيع المستثمرين على الإبقاء على السند لأطول فترة ممكنة عادة ما يوضع هيكل لقيمة الإسترداد، يزداد بمقتضاه معدل الفائدة كلما طالت فترة الاحتفاظ به. وإذا ما احتفظ المستثمر بالسند حتى تاريخ الإستحقاق - وهو عادة خمس سنوات أو عشر سنوات من تاريخ الإصدار - حينئذ يكون له الحق في استرداد قيمته الإسمية بالكامل.

٢) الأوراق المالية القابلة للتداول:

تصدر تلك الأوراق من البنك المركزي وفروعه المختلفة. ويتداول بعضها في أسواق رأس المال المنظمة ويتداول بعضها الآخر في الأسواق غير المنظمة من خلال سماسرة وتجار الأوراق الماليّة. وتتميز تلك الأوراق عن سابقتها - السندات الإدخارية - في أن العائد لا يقتصر فقط على معدل الفائدة المحدد بل يتضمن كذلك الأرباح الرأسمالية "Price Appreciation" التي يمكن تحقيقها.

وعادة ما تنشر الصحف في الدولة المعنية معلومات عن تلك الأوراق مثل تاريخ الإستحقاق، ومعدل الكوبون، والتغير في القيمة السوقية عما كانت عليه في اليوم السابق (يقصد مقدار الزيادة أو النقص بين آخر سعر طرح لشراء الورقة "Bid Price" بالأمس، وبين آخر سعر طرح لشرائها اليوم) والعائد "Yield" الذي يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه اشترى الورقة بالسعر السائد وقت النشر في الصحف واحتفظ بها حتى تاريخ الإستحقاق. كما قد يتضمن النشر كذلك سعرين لكل ورقة: الحد الأقصى للسعر

الذي يبدي التاجر استعداده لشراء الورقة به "Bid Price" والحد الأدنى للسعر الذي يقبله لبيع تلك الورقة "Asked Price". ويمثل الفرق بين السعرين المدى أو الهامش "Spread" الذي يحصل عليه التاجر في مقابل خلق سوق دائم للورقة بما يتيح لحاملها وجود مُشترٍ لها. كما يتيح للراغب في شرائها فرصة دائمة لاقتنائها. هذا ويطلق على سعر الشراء وسعر البيع لورقة ما. بالسعر المعلن "Quoted Price".

وعادة ما تظهر الأسعار في الصحف بكسر $\frac{١}{٣٢}$ من الـ ١٪ من القيمة الإسمية المدونة على السند. وملاحظة أن الكسر العشري الذي تظهر به الأسعار في الصحف. هو في حقيقة أمره كسر اعتياري مقامه الرقم ٣٢. بمعنى أنه إذا أعلن عن ورقة مالية ما بسعر $\frac{١٦}{٣٢}$ ٨٠. فإن هذا الرقم يعنى أن قيمتها السوقية تعادل ٨٠٪ من قيمتها الإسمية. فإذا كانت القيمة المدونة عليها ١٠٠ دولار. فإن سعرها في السوق يساوي حينئذ ٨٠,٥٠ دولار. إذا ما أشارت الصحف إلى أن السعر قد تغير "Change (Chg)" عن اليوم السابق بزيادة قدرها + ٢٤ر٠. فإن هذا يعني أن سعرها قد زاد بما يعادل $\frac{٢٤}{٣٢}$ في المائة أي ٧٥٪ عن سعرها السائد لحظة الإقفال في اليوم السابق. ويوضح جدول ٢-١ الكيفية التي تنشر فيها أسعار تلك السندات في جريدة وول ستريت.

جـــــــدول ٢ -١

الكيفية التي تظهر فيها أسعار السندات الحكومية

في صحيفة وول ستريت

TREASURY BONDS, NOTES & BILLS

Friday, September 9, 1988

Representative Over-the-Counter quotations based on transactions of $1 million or more as of 4 p.m. Eastern time.

Hyphens in bid-and-asked and bid changes represent 32nds; 101-01 means 101 1/32. a-Plus 1/64. b-Yield to call date. d-Minus 1/64. k-Nonresident aliens exempt from withholding taxes. n-Treasury notes. p-Treasury note; nonresident aliens exempt from withholding taxes.

Source: Bloomberg Financial Markets

U.S. TREASURY BONDS AND NOTES

Rate	Mat. Date		Bid	Asked	Bid Chg.	Yld.
6⅜	1988	Sep p	99-28	99-31+	01	6.82
11⅜	1988	Sep p	100-04	100-07	....	6.58
15⅜	1988	Oct n	100-17	100-20-	02	7.50
~~6⅜~~	~~1988~~	~~Oct p~~	~~99-23~~	~~99-26~~		~~7.62~~
6¼	1988	Nov p	99-19	99-22+	01	7.59
8⅝	1988	Nov n	100-02	100-05	....	7.62
8¾	1988	Nov p	100-01	100-04-	01	7.68
11¾	1988	Nov n	100-18	100-21-	01	7.63
10⅝	1988	Dec p	100-19	100-22-	01	7.59
~~6¼~~	~~1988~~	~~Dec p~~	~~99-22~~	~~99-26~~	~~01~~	~~7.86~~
6¼	1989	Jan p	99-08	99-12+	01	7.75
14⅝	1989	Jan n	102-03	102-07-	02	7.74
8	1989	Feb p	99-30	100-02+	01	7.80
6¼	1989	Feb p	99-05	99-09	....	7.83
11⅜	1989	Feb n	101-09	101-13-	01	7.88
11¼	1989	Mar p	101-20	101-24	....	7.91
6⅜	1989	Mar p	99-03	99-07+	01	7.85
7⅛	1989	Apr p	99-10	99-14	....	8.03
14⅜	1989	Apr n	103-16	103-20-	02	7.93
6⅞	1989	May p	99-04	99-08+	01	8.02
9¼	1989	May n	100-22	100-28+	02	7.86
8	1989	May p	99-25	99-29	....	8.11
11¾	1989	May n	102-06	102-10-	01	8.11
7¼	1989	Jun p	99-10	99-14+	01	8.09
9¾	1989	Jun p	101	101-04+	01	8.11

يشير العمود الأول في جدول ٢-١ إلى معدل "Rate" الكوبون الذي يحمله السند. بينما يشير العمود الثاني إلى تاريخ الإستحقاق "Issue Mat". أما العمودان الثالث والرابع فيشيران إلى السعر الذي يدفعه التاجر لشراء السند "Bid" ثم السعر الذي يبيعه به "Asked". يلي ذلك العمود الخامس الذي يكشف عن التغير في سعر الشراء "Bid Chg". ما بين سعر إقفال الأمس

واليـوم. أما العـمـود الأخيـر فـيوضـح المعدل الحـالي للعـائد على الإسـتـثـمـار فـي تلك السندات "YLd". والـذي يتـمـثـل فـي نسـبـة الفـوائد السـنوية إلى القـيمة السـوقـية للسـند. ويقـصد بالقـيمة السـوقية القـيمة التي يُشترى بها السـند. وهـو ما يشير إليه جدول ٢-١.

فـمثـلاً في الجـدول ٢-١ السـند الأخيـر الذي كـان يسـتـحق فـي يونيـو ١٩٨٩ يحـمل مـعـدل كـوبون قـدره $\frac{٥}{٨}$ ٩٪ من قـيـمـتـه الإسـمية. أمـا سـعر الشـراء "Bid" فـهو ١٠١ بمعنى أن السـند الذي قيـمتـه الإسـميـة ١٠٠ دولار يُشـتـرى فـي السـوق بسـعـر ١٠١ دولاراً. أماإذا كانت قيمته الإسمية ١٠٠٠ دولار فيشترى بسعر ١٠١٠ دولاراً. وبالنسبة لسعر البيع "Asked" فيبلغ ٤.-١٠١ أي $\frac{٤}{٣٢}$ ١٠١ أى ١٠١ر١٢٥ بمعنى أن السند الذي قيمتـه الإسمية ١٠٠ دولار يباع في السـوق بسـعـر ١٠١ر١٢٥ دولاراً. أما إذا كانت القـيمة الإسمية ١٠٠٠ دولار فيباع بسـعـر ١١١٢ر٥ دولاراً. هذا وتنشر أسـعار السـندات التي تصدرها الحكومات المحلية بالطريقة نفسها.

وفي كـثـيـر من الأحيـان تكتـفـي الصـحـف بإظهار سـعـر واحـد للورقـة. وهـو السـعـر الذي نُفـذت به آخـر عـمليـة شـراء أو بيع "Execution Price" وذلك رغبـة فـي التبسـيط على المستـثمر الذي يتابع حـركـة الأسـعار. وأيـضاً لإخـفـاء مـقـدار العـمـولة التي يحـصل عليها التاجـر والتي يمكن حسابها بطرح القيـمـة التي تُشترى بها الورقـة "Bid Price" من القـيـمـة الـتي تبـاع بهـا "Asked Price". وفيما يلي نعرض لأهم أنواع الأوراق المالية متوسطة الأجل وطويلة

الأجل التي تصدرها الحكومة المركزية (الفيدرالية) الأمريكية، والتي تتداول في أسواق رأس المال. ونقصد بها سندات الخزانة، والسندات بدون كوبون. ثم الإصدارات الخاصة.

أ) سنـــدات الخزانــــة:

تمثل سندات الخزانة "Treasury Bonds" إستثماراً متوسطاً وإستثماراً طويل الأجل؛ إذ يتراوح تاريخ استحقاقها بين سبع سنوات وثلاثين سنة. ولحامل السند الحق في أن يتصرف فيه لطرف الثالث دون الإنتظار حتى تاريخ الإستحقاق. ويمتد ذات الحق للحكومة إذ قد ينص في قانون إصدار تلك السندات على إمكانية استدعاء السند بقيمة وبتاريخ أو تواريخ محددة سلفاً. وعادة ما تنشر الصحف تلك المعلومات لكي يستفيد منها المستثمر المحتمل. فإذا كان تاريخ الإستحقاق هو سنة ٢٠١٥ وتاريخ الإستدعاء سنة ٢٠١٠، حينئذ يظهر التاريخان في الصحف على النحو التالي ١٠ – ٢٠١٥.

وإذا كان السند – القابل للإستدعاء – يباع في السوق بقيمة تفوق قيمته الإسمية "Par Value" فإن العائد المتوقع للإستثمار فيه يحسب حتى أقرب تاريخ محتمل للإستدعاء. أما إذا كان السند يباع بقيمة أقل من قيمته الإسمية، فإن العائد يحسب حتى تاريخ استحقاق "Yield to Maturity" السند. لماذا؟ إن كون السند يباع بقيمة تفوق قيمته الإسمية يعني أن معدل الكوبون الذي يحمله يفوق معدلات الفائدة السائدة في السوق، ومن ثم يصبح من المتوقع أن تقوم الحكومة باستدعائه وإحلاله بسند آخر

يحمل معدل كوبون أقل. أما كون السند يباع بقيمة أقل من قيمته الإسمية، فإن هذا يعني أن معدل الكوبون أصبح أقل من معدلات الفائدة السائدة في السوق، ومن ثم يصبح من غير المتوقع قيام الحكومة باستدعائه.

وتتباين طرق حساب العائد المتولد عن الإستثمار في تلك السندات بتباين توقيت التخلص منها. ففي حالة التفكير في شراء السند بغرض الاحتفاظ به حتى تاريخ الإستحقاق "Yield to Maturity" يتم حساب العائد المتوقع باستخدام فكرة معدل العائد الداخلي، أي بإيجاد المعدل الذي تتساوى عنده القيمة السوقية التي يتوقع دفعها لشراء السند، مع القيمة الحالية لكل من الفوائد السنوية والقيمة الإسمية التي سيتم الحصول عليها في تاريخ الإستحقاق.

ب) سندات بلا كوبون:

هناك الكثير من صغار المستثمرين الذين يرغبون في توجيه أموالهم إلى شراء سندات حكومية - نظراً لتميزها بانخفاض المخاطر - إلا أنهم قد يعزفون عن ذلك للضالة النسبية لما يمتلكونه من موارد مالية مقارنة بالقيمة التي يباع بها السند. ورغبة في جذب هؤلاء المستثمرين المحتملين، إتجه عدد من مصارف الإستثمار التي تتولى إصدار الأوراق المالية مثل مؤسسة ماريل لينش "Merrill Lynch" ومؤسسة سالمون إخوان "Salomon Brothers" إلى شراء سندات حكومية بمئات الملايين، ثم إعادة بيعها لهؤلاء

المستثمرين على شكل حصص "Shares" تصدر بها شهادات ملكية. وقد تمثل الحصة سنداً كاملاً أو جزءاً منه [1]. وفي هذه الصفقات يتم تسعيره بقيمة تزيد عن القيمة التي أشتري بها. ويغطي الفرق التكاليف والعائد الذي يحققه مصرف الإستثمار في مقابل تمكين المستثمرين من توجيه أموالهم إلى المجالات التي يفضلونها.

ويطلق على الشهادة الدالة على الحصة في مجموعة السندات التي تتعامل فيها مؤسسة ماريل لينش (تيجرز) أي إيصالات الخزانة لإنماء الإستثمار "Treasury Investment TIGRS Growth Receipt".

أما مؤسسة سالمون إخوان "Salomon Brothers" فتطلق عليها (كاتس) أي شهادات التراكم على الأوراق المالية التي تصدرها وزارة الخزانة "Certificates of Accrual on Treasury Securities (CATS)" الأمريكية. ولنا عودة لتلك الشهادات وذلك في القسم الأول من الفصل الثالث.

وعادة ما تأتمن المؤسسة المعنية أحد المصارف التجارية على السندات التي اشترتها. ثم تصدر المؤسسة في مقابلها سلسلة من الشهادات أو إيصالات الملكية التي تحمل تواريخ إستحقاق

---

(١) تمارس مصارف الإستثمار نشاط السمسرة والتجارة. وذلك إلي جانب نشاط إصدار الأوراق المالية.

متباينة حتى يجد كل مستثمر بغيته. ولا يباع الإيصال أو الشهادة بالقيمة الإسمية المدونة عليه، بل يباع بخصم يتزايد كلما طال تاريخ الإستحقاق، الذي عنده يحصل حامله على القيمة المدونة. ويمثل الفرق بين قيمة شراء الإيصال وقيمة المتحصلات من بيعه الفائدة التي يحققها المستثمر. بعبارة أخرى، لا يحصل المستثمر على أي عائد خلال حيازته للشهادة أو الإيصال، لذا يطلق على تلك الحصص بالأصفار "Zero". وليس من الضروري بالطبع أن يحتفظ المستثمر بالإيصال حتى تاريخ الإستحقاق إذ يمكن بيعه لمستثمر آخر، وذلك من خلال بيوت السمسرة في الأسواق غير المنظمة.

ورغم جاذبية الإستثمار في تلك السندات، إلا أنه يعاب عليها التزام المستثمر بإضافة عائدها السنوي في إقراره الضريبي، على الرغم من أن العائد لا يتحقق بالفعل إلا في تاريخ الإستحقاق الذي قد يكون لاحقاً لتاريخ تقديم الإقرار. أما كيفية حساب العائد فتتم باستخدام فكرة معدل العائد الداخلي؛ إذ يتمثل الإستثمار المبدئي في القيمة المدفوعة لشراء الإيصال، أما التدفقات النقدية المستقبلة فتتمثل فيما سوف يحصل عليه المستثمر في تاريخ الإستحقاق أي القيمة المدونة على الإيصال أو الشهادة.

٣) الإصدارات الخاصة:

تتضمن الإصدارات الخاصة "Special Issues" الأوراق المالية التي تصدرها وزارة الخزانة، والتي لا تباع للجمهور، بل تباع إلى منظمات

حكومية لديها أموال ترغب في استثمارها. ومن الأمثلة على تلك المنظمات الهيئات القائمة على استثمار الأموال المخصومة من مرتبات موظفي الدولة بغرض تغطية تأمين نهاية الخدمة "Retirement Fund" أو التأمين على الحياة. ويعد في حكم الإصدارات الخاصة تلك السندات التي تصدرها هيئات تابعة للحكومة المركزية مثل البنك الفيدرالي لقروض الإسكان، وهيئة البريد. ونظراً لأن لتلك الهيئات شخصية معنوية مستقلة، وأن احتمال تعثرها في سداد قيمة القرض (السندات المصدرة) والفوائد في مواعيد الإستحقاق هو أمر وارد، فإنه يصبح من المتوقع أن تحمل تلك السندات معدل كوبون يفوق معدل الكوبون عن سندات مماثلة تصدرها الحكومة الفيدرالية ذاتها، أو أن تباع بخصم يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر الإضافية التي قد تنجم عن الإستثمار فيها.

ثانياً: الأوراق المالية التي تصدرها الحكومات المحلية:

يعطي القانون للحكومات المحلية في الولايات المتحدة الحق في الإقتراض، من خلال إصدار سندات تتفاوت من حيث تاريخ الإستحقاق ومعدلات الفائدة والضمانات المتاحة. وقد تكون تلك السندات لحاملها "Bearer Bonds" أي قابلة للتداول ومن ثم تدفع الفوائد لحامل السند، ويطلق عليها حينئذ سندات بكوبون "Coupon Bonds"، وقد تكون سندات مسجلة باسم المشتري

"Registered Bonds" أي غير قابلة للتداول ومن ثم تصدر الفوائد بشيكات تحمل اسمه.

وقد ينص في قانون إصدار تلك السندات على إعفائها من الخضوع للضريبة التي تفرضها الحكومة المركزية. غير أن الإعفاء يقتصر فقط على الدخل المتمثل في الفوائد دون أن يمتد إلى الأرباح الرأسمالية. ويحقق الإعفاد الضريبي ميزة للمستثمر (المقرض) والحكومة المحلية (المقترضة). فبالنسبة للمستثمر تعد الفوائد دخلاً خالصاً له. وبالنسبة للحكومة المحلية يُمكنها الإعفاء من إصدار الأوراق المالية بمعدلات فوائد منخفضة. دون أي يؤدي ذلك إلى الإضرار بالمستثمر طالما أن هذا الإنخفاض يعوضه الإعفاء الضريبي.

وإذا كان الإستثمار في سندات الحكومات المحلية ينطوي على مخاطر أكبر من تلك التي ينطوي عليها الإستثمار في سندات الحكومة المركزية - لأسباب سبق ذكرها - فإنه رغبة في خلق سوق نشط لتلك السندات. قد تعمد الحكومة المحلية لتقديم ضمانات للمستثمرين -خاصة في غياب الإعفاء الضريبي - قد تتمثل في التأمين على النحو الذي سبقت الإشارة إليه. أو في ربط إيرادات حكومية معينة لخدمة تلك السندات. وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين نوعين من السندات: نوع يستند إلى التزام عام بالوفاء "General Obligation Bonds" من خلال سلطة الحكومة المحلية في فرض ضرائب. ونوع آخر يستند إلى التزام محدد بالوفاء "Limited Obligation Bonds" وذلك من متحصلات المشروعات التي تستخدم السندات في تمويلها.

وتنقسم السندات ذات الإلتزام المحدد بدورها إلى نوعين: سندات تصدرها الحكومة المحلية لتمويل مشروعات للمرافق العامة. يتولد عنها عائد تستخدم حصيلته لخدمة تلك السندات. أما النوع الثاني فهو السندات المضمونة بإيرادات والمعفاة أيضاً من الضريبة. والتي تلجأ إليها المحليات لتمويل مشروعات الحماية من التلوث الصناعي للبيئة "Pollution Control Revenue Bonds". وتباع تلك المشروعات في النهاية إلى المنشآت التي تسبب التلوث إذ تمثل حصيلة البيع الضمان الأساسي لخدمة السندات المصدرة. ومن الإنتقادات الموجهة لتلك السندات الإعفاء الضريبي المزدوج الذي تتمتع به. فالمستثمر الذي اشتراها يتمتع بإعفاء ضريبي على الفوائد المتولدة عنها. كما أن القيمة التي تدفعها المنشأة لشراء المشروع تعد من المصروفات التي تخصم قبل حساب الضريبة.

الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد:

يقصد بسوق النقد للأوراق المالية "Money Market Securities" السوق الثاني الذي يتكون من المؤسسات المالية المتخصصة مثل بيوت السمسرة والمصارف التجارية وما يماثلها. والتي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل. وتمثل هذه الأوراق صكوك مديونية "Debt Securities" مدون عليها ما يفيد بأن لحاملها الحق في استرداد مبلغ معين من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر. وعادة ما تكون تلك الأوراق قابلة للتداول. ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها على تسعة شهور أو سنة على الأكثر. هذا

وتتسم الأوراق المالية قصيرة الأجل بإمكانية التخلص منها في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر أو دون خسائر على الإطلاق. ونظراً لانخفاض أو انعدام مخاطر التوقف عن السداد "Free of Default Risk" يتوقع أن يكون العائد المتولد عنها منخفضاً، وربما لا يتجاوز معدل التضخم.

وفي بعض هذه الأوراق قد يحصل مشتري الورقة على الفوائد مقدماً، وذلك بشراء الورقة بقيمة تقل عن القيمة الإسمية التي سيحصل عليها في تاريخ الإستحقاق. ويمثل الفرق مقدار الفوائد. وبالطبع يمكن لحامل الورقة التصرف فيها قبل تاريخ الإستحقاق، وذلك بعرضها للبيع في سوق النقد "Money Market". وهنا يتوقع أن تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها الإسمية، كما يتوقع أن تزداد تلك القيمة أي القيمة السوقية كلما اقترب تاريخ الإستحقاق، الذي عنده يحصل حاملها على مبلغ يتمثل في القيمة الإسمية المدونة عليها. ومن أبرز أنواع هذه الأوراق: شهادات الإيداع، والكمبيالات المصرفية، والأوراق التجارية، واتفاقيات شراء فائض الاحتياطي الإلزامي، وقرض الدولار الأوروبي، واتفاقيات إعادة الشراء. يضاف إلى ذلك أذونات الخزانة وشهادات المديونية التي تصدرها الحكومة.

١) شهادات الإيداع القابلة للتداول:

يقصد بشهادات الإيداع القابلة للتداول "Negotiable Certificates of Deposit" تلك الشهادات غير الشخصية التي تصدرها المصارف التجارية، والتي يمكن لحاملها التصرف فيها

بالبيع أو بالتنازل. كما يمكنه الانتظار حتى تاريخ الإستحقاق المدوّن على الشهادة. وعادة ما تكون القيمة الإسمية ومعدل الفائدة لتلك الشهادات أكبر من مثيليهما للشهادات الشخصية غير القابلة للتداول "Non-negotiable Certificates of Deposit" في السوق. وملاحظة أن معدل الفائدة لكلا النوعين يتناسب طردياً مع تاريخ الإستحقاق.

ونظراً لأن تلك الشهادات تعد بمثابة ودائع لأجل، لا يجوز استرداد قيمتها من المصرف المصدر لها قبل تاريخ الإستحقاق، فإن السبيل الوحيد للتصرف فيها قبل ذلك التاريخ هو بعرضها للبيع في السوق الثاني "Secondary Market" الذي يشتمل على بيوت السمسرة، المصارف التجارية، وما شابهما من المؤسسات المالية التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل.

٢) الكمبيالات المصرفية:

تمثل الكمبيالات المصرفية "Banker's Acceptances" تعهداً كتابياً بإعادة مبلغ اقترضه شخص ما من أحد المصارف. ويمكن للمصرف الاحتفاظ بالتعهد (الذي يمثل عقد إقراض يتولد عنه فوائد) حتى تاريخ الإستحقاق، كما يمكنه بيعه لشخص آخر، يبيعه بدوره لطرف ثالث. وهكذا. وفي تاريخ الإستحقاق يحق لحامل التعهد استرداد قيمته من محرره (المقترض الأصلي) وإذا ما فشل في ذلك يمكنه حينئذ الرجوع إلى المصرف الذي قبل التعهد

من البداية. ولهذه الكمبيالات سوق ثانٍ يتمثل في المصارف التجارية، وبعض بيوت السمسرة.

٣) الأوراق التجاريــة:

تتمثل الأوراق التجارية "Commercial Papers" في كمبيالات يتراوح تاريخ استحقاقها من خمسة أيام إلى تسعة شهور. وتقتصر ميزة التداول على الكمبيالات التي تصدرها منشآت الأعمال كبيرة الحجم، ذات المكانة الراسخة والمعروفة في المجتمع. وعادة ما تحصل تلك المنشآت على ائتمان مفتوح "Open Lines of Credit" لدى بعض المصارف التجارية، تقوم بمقتضاه تلك المصارف بدفع قيمة تلك الأوراق لحاملها في تاريخ الإستحقاق، وهو ما يعد تقوية لمركز تلك الأوراق.

وفي ظل الطبيعة المتميزة لتلك الأوراق تبرز أربع سمات أساسية لها: أولها أنه من غير الضروري أن تكون مضمونة بأي أصل من أصول المنشأة، فالضامن الأساسي للمتعاملين فيها هو سمعة المنشأة ومكانتها، والتي بفضلها قبلت المصارف التجارية الإلتزام بسداد قيمة تلك الأوراق في تاريخ الإستحقاق. ثانيها أن التزام المصارف بالسداد يجعل مخاطر الإستثمار في تلك الأوراق محدوداً، ومن ثم يصبح من المتوقع أن يكون معدل الفائدة الذي تحمله منخفضاً ويعادل تقريباً معدل الفائدة على الكمبيالات المصرفية. ثالثها تسهم الطبيعة المتميرة لتلك الأوراق في خلق

سوق ثان نشط لها يتمثل في بعض بيوت السمسرة والمصارف التجارية. وأخيراً، ونظراً لأن مركز تلك الأوراق مستمد من مركز المنشأة المصدرة لها، ورغبة في حماية المستثمرين تنشر بعض المؤسسات المتخصصة مثل مؤسسة ستاندر آند بور "Standard & Poor (S&P)" في الولايات المتحدة، دليلاً خاصاً بأسماء المنشآت التي تصدر مثل هذه الأوراق.

٤) قرض فائض الإحتياطي الإلزامي:

يمكن للمصارف التي يوجد لديها فائض في الإحتياطي الإلزامي "Surplus Reserve Requirement" أن تقرضه لمصارف أخرى تعاني من عجز فيه. ولا تعد تلك القروض أوراقاً مالية بالمعنى المفهوم، ذلك أنها تتمثل في تعهد غير مكتوب - مضمون من البنك المركزي أو مؤسسة النقد التي تدير ذلك الإحتياطي - يلتزم فيه المصرف المقترض بسداد قيمة القرض مصحوباً بفائدة تتحدد وفقاً لقانون العرض والطلب.

وعلى الرغم من أن اقتراض تلك الأموال عادة ما يكون في حدود ليلة واحدة، بهدف سد العجز في الاحتياطي الإلزامي. إلا أن الواقع قد أثبت أن تاريخ استحقاق تلك القروض قد يمتد لفترة أطول، وذلك عندما يضطر المصرف لاقتراض تلك الأموال لاستخدامها في الإستثمار، وحينئذ يصبح لزاماً عليه أن يطلب مد فترة القرض يوماً بيوم. هذا ويؤدي البنك المركزي دور الوسيط

بين المصارف المقرضة والمصارف المقترضة. كما يمكن أن يكون الاتصال مباشراً بينها أو بواسطة سمسار متخصص في هذا النوع من القروض.

٥) قرض الدولار الأوروبي:

يستخدم اصطلاح الدولار الأوروبي "Eurodollar" للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها مصارف في خارج الولايات المتحدة وعلى الأخص المصارف الأوروبية. ويتكون سوق الدولار الأوروبي "Eurodollar Market" من عدد من المصارف الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوروبية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار، بمعنى أنها تقبل ودائع وتمنح القروض بالدولار الأمريكي فقط. هذا وتتسم القروض التي تقدمها تلك المصارف "Eurodollar Loans" بضخامة القيمة وقصر تاريخ الإستحقاق. وتتكون الدولارات الأمريكية لدى تلك المصارف نتيجة قيام بعض المصارف والشركات التي لها ودائع في مصارف أمريكية. بسحب جزء من تلك الودائع لإعادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى المصارف الأوروبية التي تتعامل بالدولار. ربما بسبب ارتفاع معدلات الفوائد التي تمنحها.

هذا ولم يعد الأمر قاصراً على الدولار. إذ أصبح هناك سوق للعملات الأوروبية "Euro-Currency Market" موازياً لسوق الدولار الأوروبي، يمكن أن تلجأ إليه المصارف وغيرها من المؤسسات المالية بهدف الإقتراض. وكما هو واضح تعتبر المصارف التي لها تعامل

دولي في الدولار الأمريكي أو في العملات الأوروبية هي السوق الثاني الذي تتداول فيه صكوك تلك القروض.

٦) إتفاقيات إعادة الشراء:

تمثل اتفاقيات إعادة الشراء "Repurchase Agreements (Repos)" أحد أساليب الإقتراض التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شراء الأوراق المالية وبيعها "Dealers" لتمويل مخزون إضافي من أوراق مالية سهلة التسويق. وذلك لليلة واحدة أو لعدة أيام قليلة. وبمقتضى هذا الأسلوب يلجأ التاجر إلى أحد السماسرة المتخصصين في تلك الاتفاقيات "Repo Broker" ليبرم له اتفاقاً مع أحد المستثمرين الذين يبحثون عن فرصة لإقراض أموال فائضة لديه.

ووفقاً للاتفاق يبيع التاجر للمستثمر - بصفة موقتة - أوراقاً مالية بما يعادل قيمة المبلغ الذي يحتاجه. كما يقوم في الوقت نفسه بإبرام صفقة إعادة شراء لتلك الأوراق مع المستثمر ذاته. بسعر أعلى قليلاً من السعر الذي باع له به هذه الأوراق. على أن تنفذ صفقة إعادة الشراء في الموعد الذي تنتهي فيه حاجة التاجر للمبلغ الذي سبق أن حصل عليه من المستثمر. وهكذا. تنتهي الاتفاقية بعودة الأوراق المالية إلى التاجر. وعودة الأموال إلى المستثمر. ويعتبر فرق القيمة بين عقد البيع وبين عقد الشراء بمثابة فائدة على الأموال المقترضة. وإن كان هذا لا يمنع من

إمكانية إبرام عقدى البيع والشراء القيمة ذاتها. على أن يحصل المستثمر على فائدة يحدد معدلها مسبقاً.

وهكذا، لا يخرج اتفاق إعادة الشراء عن كونه قرضاً قصير الأجل بضمان الأوراق المالية التي يتضمنها الاتفاق. وملاحظة أن عقد البيع لا يترتب عليه انتقال حيازة الأوراق المالية المعنية إلى المستثمر بل تظل في حوزة التاجر، وإن كان ينص في الاتفاق على اعتبار تلك الأوراق مرهونة لصالح المستثمر. وفي بعض الحالات قد يشترط المستثمر اعتبار المخزون الذي لدى التاجر من الأوراق المالية - وليس فقط الأوراق المالية محل الاتفاق - مرهونة لضمان سداد القرض.

وعلى الرغم من أن فترة الاتفاق عادة ما تكون ليلة واحدة أو بضعة أيام قليلة، فإن ثمة اتفاقيات تمتد لفترة أطول "Term Repos" قد تصل إلى شهر أو أكثر. هذا وتعد المصارف التجارية هي السوق الثاني "Secondary Market" النشط لبيع وشراء صكوك تلك الإتفاقيات.

٧) أُذونات الخزانة:

تمثل أُذونات الخزانة "Treasury Bills (T-bils)" أوراقاً مالية حكومية قصيرة الأجل، لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة. ولضمان استمرارية وجود تلك الأُذونات في السوق، تحرص الحكومة

الأمريكية على إصدارها دورياً وذلك بمعدل مرة كل أسبوع. ولا يحصل المستثمر على الإذن ذاته، كل ما يحصل عليه هو إيصال يفيد شراءه.

وتتميز أذونات الخزانة بسهولة التصرف فيها، دون أن يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية. فالإذن عادة ما يباع بخصم أي بسعرأقل من قيمته الإسمية. وفي تاريخ الإستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الإسمية المدونة على الإذن، ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يجنيه المستثمر. وإذا ما قرر حامل الإذن (المستثمر) التخلص منه قبل تاريخ الإستحقاق فإنه يضمن - على الأقل - استرداد القيمة التي سبق أن دفعها لشرائه.

ولتوضيح كيفية حساب العائد السنوي للإستثمار في تلك الأذون، دعنا نفترض أن إذناً ما قيمته الإسمية ١٠٠٠ جنيه يستحق بعد ٩٠ يوماً، يباع بقيمة قدرها ٩٨٠ جنيهاً. هذا يعنى أن المستثمر يحصل على عائد ربع سنوي قدره ٢٫٠٤٪ [(١٠٠٠ - ٩٨٠)/٩٨٠]، وهو ما يعادل عائد سنوي قدره ٨٫٤١٪. وذلك وفقاً للمعادلة الآتية:

$$(١ + \text{المعدل الربع سنوي})^{ن} = ١ + \text{المعدل السنوي}$$

حيث ن تمثل عدد شهور (أو أيام) السنة مقسومة على فترة الإستحقاق أي عدد الشهور (أو الأيام) التي تمضي منذ إصدار الإذن حتى تاريخ استحقاقه.

وفي المثال المذكور تصبح قيمة ن = ٤ أي ٣٦٠ يوماً مقسومة على ٩٠ يوماً، ويصبح المعدل السنوي للفائدة على الإذن ٤١ر٨٪.

$(1 + ٠٫٠٢٠٤)^{4}$ = ١ + المعدل السنوي

١٫٠٨٤١ = ١ + المعدل السنوي

المعدل السنوي للفائدة = ٤١ر٨٪

٨) شهادات المديونية وكمبيالات الخزانة:

حتى تتمكن وزارة الخزانة من جذب أكبر عدد من الراغبين في الإستثمار في الأوراق المالية الحكومية، فإنها عادة ما تصدر أوراقاً مالية يطلق عليها كمبيالات الخزانة "Treasury Notes (T-Notes)" تحمل تواريخ استحقاق متباينة تتراوح بين سنة وسبع سنوات، حتى يجد كل راغب في الإستثمار بغيته. وتظهر تلك الكمبيالات في الصحف الأمريكية تحت حرف n، ويحصل حاملها على فوائد نصف سنوية. وكأي إصدار حكومي آخر - عدا سندات الإدخار - يتوافر لتلك السندات سوق ثانٍ نشط من خلال بيوت سمسرة متخصصة، يسهل فيه تحويلها إلى نقدية في أي وقت.

الأوراق المتداولة في سوق الإختيار:

تعد أسواق (بورصات) الاختيار إحدى صور أسواق العقود المستقبلة، ويوجد بالولايات المتحدة ستة أسواق إختيار، من أبرزها بورصة شيكاغو التي تتميز بأنها الوحيدة التي تتعامل فقط في الإختيار. ونظراً لعدم

السماح بوجود سوق غير منظمة للإختيار، فقد أنشأ الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية "National Association of Securities Dealers (NASD)" الذي يشرف على السوق غير المنظمة للأوراق المالية ببورصة مستقلة للإختيار تحمل اسمه.

ويتداول في تلك الأسواق، ما يسمى بالإختيار وهو واحد من الأدوات التي يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية. كما يستخدمها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح. ويمكن التمييز بين نوعين من الإختيار: الإختيار الأمريكي، والإختيار الأوروبي. ويمثل الإختيار الأمريكي "American Option" اتفاقاً يعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأسهم أو السندات وربما العملات من طرف آخر، بسعر متفق عليه مقدماً، على أن يتم تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تمتد منذ إبرام الاتفاق حتى التاريخ المحدد لانتهائه. أما الإختيار الأوروبي "European Option" فلا يختلف إلا في التنفيذ الذي لا يتم سوى في التاريخ المحدد لانتهائه "Expiration Date" حسب نص الإتفاق.

وكما يبدو فإن هناك نوعين أساسيين من الإختيار: الإختيار الذي يعطي الحق في البيع "Put Option" والإختيار الذي يعطي الحق في الشراء "Call Option". يضاف إليهما نوع ثالث يعطي الحق في الشراء والبيع معاً "Straddles or Double Option" وبذا يتمتع بمزايا النوعين السابقين.

هذا ويسمى السعر المتفق عليه عند التنفيذ بسعر التعاقد "Contract Price" أو سعر التنفيذ "Striking or Exercise Price". وهو

غالباً ما يعادل القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ إبرام الاتفاق، وهو بذلك يختلف عن سعر السوق "Market Price" الذي يقصد به في هذا الصدد السعر الذي تباع به الورقة لحظة تنفيذ الاتفاق. أما السبب الذي من أجله سُمي الاتفاق بالإختيار؛ لأنه يعطي لمشتريه الحق في تنفيذ الاتفاق أو عدم تنفيذه، وذلك مقابل دفع مبلغ معين غير قابل للرد كنوع من المكافأة أو التعويض "Premium" للطرف الآخر، وهو عادة ما يطلق عليه محرر حق الإختيار. وفي تناولنا للإختيار سوف نبدأ أولاً بالإختيار الذي يعطي الحق في البيع، نتبعه بالإختيار الذي يعطي الحق في الشراء.

إختيار البيع:

يتيح إختيار البيع "Put Option" فرصة للمستثمر لحماية نفسه من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية يمتلكها. ولتوضيح فكرة هذا النوع من الإختيار دعنا نفترض أن مستثمراً ما قد اشترى لتوه عدداً من الأسهم، بسعر ٥٠ جنيهاً للسهم الواحد. وتشير توقعاته إلى أنه قد يضطر إلى بيع تلك الأسهم في شهر يونيو القادم، كما تشير كذلك إلى احتمال انخفاض أسعار تلك الأسهم في ذلك الشهر. وحتى يتجنب المستثمر المخاطر التي قد تنجم عن ذلك، فإنه يقوم بتغطية نفسه، وذلك بالتعاقد مع طرف ثانٍ لديه الإستعداد لشراء تلك الأسهم في شهر يونيو القادم، وذلك بالسعر السائد في السوق وقت إبرام التعاقد، والذي قد يكون مساوياً للسعر الذي اشترى به المستثمر تلك الأسهم أي ٥٠ جنيهاً للسهم. ووفقاً لنصوص الاتفاق ينبغي أن يدفع المستثمر مكافأة

للطرف الآخر وليكن قدرها ٣ جنيهات للسهم، مقابل إعطائه الحق في التراجع عن تنفيذ الصفقة إذا أراد. لذا، يطلق على المستثمر في هذه الحالة مشتري حق الإختيار.

والآن، دعنا نفترض أن التنبؤات قد تحققت وانخفضت أسعار تلك الأسهم في شهر يونيو، حتى وصلت إلى ٤٣ جينهاً للسهم الواحد، أو إلى أقل من ذلك. في هذه الحالة سيطلب المستثمر (مشتري الإختيار) من الطرف الآخر (محرر الإختيار) تنفيذ الاتفاق، أي شراء الأسهم التي يملكها المستثمر بمبلغ ٥٠ جنيهاً للسهم. وحيث أن المستثمر قد سبق له شراء تلك الأسهم بالقيمة نفسها، فإن خسائره سوف تنحصر في قيمة المكافأة، ولن تزيد عن ذلك مهما انخفض سعر السهم في تاريخ تنفيذ العقد عن السعر المنصوص عليه في الاتفاق [٢]. أما خسائر الطرف الآخر أي محرر حق الإختيار فغير محدودة، إذ تتوقف على ما وصل إليه الانخفاض في سعر السهم وقت تنفيذ التعاقد.

فانخفاض سعر السهم إلى ٤٣ جنيهاً يعنى أن خسائر المحرر ستبلغ ٤ جنيهات عن كل سهم. ذلك أنه ملتزم بشراء السهم بسعر ٥٠ جنيهاً، وسيقوم ببيعه بسعر ٤٣ جنيهاً، وقد سبق له الحصول على مكافأة عن كل سهم قدرها ٣ جنيهاً. أما إذا انخفض سعر السهم إلى ٤٢ جنيهاً، حينئذ ستبلغ خسائره ٥ جنيهات عن كل سهم. وإذا ما

(٢) في تحليل حق الإختيار سوف نتجاهل التوزيعات التي قد يحصل عليها المستثمر خلال الفترة التي تبدأ من تاريخ التعاقد وتنتهي بالتاريخ المحدد لتنفيذه. كما سنتجاهل أيضاً تكاليف المعاملات التي قد يتكبدها أي من الطرفين. ولقد عمد المؤلف إلى ذلك لتسهيل العرض.

انخفض سعر السهم إلى ٤٩ جنيهاً فقط. فسيحقق ربحاً صافياً قدره جنيهان عن كل سهم. طالما أنه قد سبق أن حصل على مكافأة قدرها ثلاثة جنيهات.

والآن. دعنا نفترض أن أسعار تلك الأسهم قد ارتفعت في شهر يونيو عن السعر المتفق عليه (٥٠ جنيهاً) حيث بلغ سعر السهم ٥٥ جنيهاً. هنا سوف يستخدم المستثمر حقه في عدم تنفيذ الاتفاق. أي لن يبيع الأسهم لمحرر حق الإختيار بالسعر المنصوص عليه في العقد. وسيفضل بيعها في السوق بسعر ٥٥ جنيهاً للسهم. وحيث أنه قد سبق للمستثمر شراء السهم الواحد بسعر ٥٠ جنيهاً. فإن صافي الربح بعد خصم المكافأة - التي دفعها لمحرر الإختيار - سوف يبلغ جنيهيْن عن كل سهم.

وبالطبع سوف يرتفع صافي الربح مع كل زيادة في القيمة السوقية للسهم وقت تنفيذ التعاقد. فلو أن سعر السهم ارتفع خلال شهر يونيو ليصبح ٥٨ جنيهاً. حينئذ سيبلغ الربح الصافي ٥ جنيهات عن كل سهم. أما بالنسبة لمحرر الإختيار "Writer" فإن ارتفاع سعر السهم عن ٥٠ جنيهاً يعني إحجام مشترى "Buyer" الإختيار (المستثمر) عن تنفيذ الاتفاق المبرم. وبذا يحقق ربحاً صافياً يتمثل في قيمة المكافأة التي سبق أن حصل عليها وقدرها ثلاثة جنيهات. وإذا ما بلغ سعر السهم وقت تنفيذ التعاقد ٥١ جنيهاً فسوف يظل المستثمر عند موقفه. أي سيفضل بيع تلك الأسهم في السوق مما ينجم عنه خسائر صافية - بعد خصم قيمة المكافأة التي سبق دفعها - قدرها جنيهان عن السهم الواحد. وهي أقل من الخسائر التي كان سيتكبدها لو أنه باع تلك

الأسهم إلى محرر الإختيار بسعر ٥٠ جنيهاً للسهم. وطالما لن يقوم محرر الإختيار بشراء الأسهم. فسوف يظل ربحه متمثلاً في قيمة المكافأة [٣].

باختصار يسهم الإختيار في حماية المستثمر من التعرض لهبوط شديد في أسعار الأوراق المالية التي يزمع بيعها في المستقبل. دون أن تضيع منه فرصة تحقيق بعض المكاسب. فأرباحه تزداد كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم. أما خسائره فمحدودة دائماً بمقدار المكافأة التي يلتزم بدفعها لمحرر عقد الإختيار. والتي عادة ما تبلغ نسبتها في المتوسط ١٥٪ من قيمة السهم في السوق عند التعاقد. وتزداد هذه النسبة كلما طالت الفترة التي تمضي منذ تاريخ التعاقد حتى التاريخ المحدد لتنفيذ العقد. أما محرر الإختيار فإن أرباحه محدودة بقيمة المكافأة. أما خسائره فتزداد كلما انخفضت القيمة السوقية للسهم - عند تنفيذ العقد - عن القيمة المتعاقد عليها مطروحاً منها قيمة المكافأة.

وهنا قد يثار التساؤل عن السبب الذي من أجله يقبل محرر الإختيار إبرام مثل هذه الصفقة. رغم أن أرباحه محدودة بينما خسائره غير محدودة. تكمن الإجابة عن هذا التساؤل في تباين توقعات طرفي التعاقد. إذ من غير المتوقع أن يبرم محرر الإختيار مثل هذا التعاقد إلا إذا

---

(٣) في مناقشتنا للإختيار تجاهلنا فكرة القيمة الزمنية للنقود عند تقدير الأرباح والخسائر خاصة وأن تاريخ تنفيذ الإختيار عادة ما يكون قصيراً ولا يتجاوز تسعة شهور من تاريخ التعاقد.

كانت توقعاته - على عكس توقعات مشتري الإختيار - تشير إلى أن السعر المتوقع للسهم وقت تنفيذ التعاقد، لن يقل عن السعر المحدد في عقد الإختيار مطروحاً منه مقدار المكافأة.

وأخيراً، تجدر الإشارة إلى أن عقد الإختيار لا يعني ضرورة قيام المشتري بتسليم الأسهم محل التعاقد إلى المحرر، وذلك مهما انخفض سعر السهم في تاريخ تنفيذ العقد عن السعر المتفق عليه، وهذا منطقي. فإذا افترضنا أن سعر السهم قد انخفض في ذلك التاريخ إلى ٤٥ جنيهاً، حينئذ يقوم محرر الإختيار بدفع الفرق بين سعر التعاقد (٥٠ جنيهاً) والسعر السائد في لحظة تنفيذ العقد (٤٥ جنيهاً) إلى مشتري الإختيار، وينتهي الأمر. وهذا يعنى أنه بإمكان المستثمر (مشتري حق الإختيار) التصرف في الأسهم - محل اختيار البيع - قبل التاريخ المحدد للتنفيذ، وذلك إذا ما اضطرته الظروف. فإذا حل ذلك التاريخ وأصر محرر الإختيار على استلام تلك الأسهم - وهو أمر غير متوقع في مثل هذه العقود - فيمكن للمستثمر أن يشتري الكمية المتعاقد عليها بالسعر السائد (٤٥ جنيهاً) ويسلمه إياها. ولا يخفى على القارىء أنه إذا كان سعر السوق وقت التنفيذ يفوق السعر المتفق عليه فلن يكون هناك تسليم أساسا؛ لأن المستثمر لن يقوم أصلاً بتنفيذ الإتفاق.

إختيار الشراء:

قد يعمد المستثمر الذي يتوقع ارتفاع القيمة السوقية لورقة مالية ما يرغب في شرائها مستقبلاً إلى امتلاك اختيار يعطيه الحق في شراء

"Call Option" تلك الورقة في التاريخ الذي يرغب فيه وبسعر متفق عليه مقدماً، عادة ما يكون هو السعر الجاري في تاريخ إبرام الاتفاق. وكما سيتضح لا تختلف معالجة هذا الإختيار عن معالجة اختيار البيع الذي سبقت الإشارة إليه.

ولإلقاء الضوء على اختيار الشراء، دعنا نفترض أن مستثمراً ما يرغب في شراء عدد من الأسهم في تاريخ لاحق وليكن شهر يونيو القادم. وتشير التوقعات إلى أن سعر السهم سوف يكون مرتفعاً في تلك الفترة، وذلك مقارنة بالسعر الجاري الآن والذي يبلغ ٥٠ جنيهاً للسهم. وحتى يتجنب المستثمر مخاطر ارتفاع القيمة السوقية في تاريخ الشراء، فقد تعاقد مع طرف ثانٍ لديه الاستعداد لبيع الأسهم ذاتها خلال الفترة نفسها وبالسعر الجاري أي ٥٠ جنيهاً للسهم، مقابل مكافأة يدفعها المستثمر (مشترى الإختيار) للطرف الثاني (محرر الإختيار) قيمتها ٣ جنيهات للسهم.

فإذا ما ارتفعت قيمة السهم في السوق في شهر يونيو إلى ٥٥ جنيهاً مثلاً، حينئذ سيطلب المستثمر تنفيذ الاتفاق، أي أن يبيعه المحرر الأسهم المتفق عليها بسعر ٥٠ جنيهاً للسهم. وحيث أنه قد سبق للمستثمر دفع ٣ جنيهات عن كل سهم مكافأة للمحرر، فإنه يكون قـ حقق ربحاً قدره جنيهان عن كل سهم. وكما هو واضح يتوقع أن يزداد الربح كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم وقت التنفيذ. أما محرر الإختيار – خاصة ذلك الذي لا يملك الأسهم التي تعاقد عليها – فسوف يُمنى بخسائر قيمتها أيضاً جنيهان عن السهم؛ لأنه سيضطر إلى

شراء السهم - إذا ما أصر مشتري حق الإختيار على استلامها وهو أمر غير وارد في مثل هذه العقود - بمبلغ ٥٥ جنيهاً ليبيعه بمبلغ ٥٠ جنيهاً. وكان قد حصل قبل ذلك على مكافأة قدرها ٣ جنيهات عن كل سهم. وعلى عكس مشتري الإختيار (المستثمر) سوف تزداد خسائر محررالإختيار (الطرف الثاني) مع كل زيادة في القيمة السوقية للسهم.

أما إذا لم تتحقق توقعات المستثمر وانخفضت القيمة السوقية إلى ٤٣ جنيهاً للسهم مثلاً. فلن يطلب المستثمر تنفيذ الاتفاق؛ إذ سيفضل شراء الأسهم من السوق بالأسعار السائدة. وحينئذ سوف تنحصر خسائره في مقدار المكافأة المدفوعة. التي تعادل تماماً الأرباح التي يحققها المحرر.

وهكذا. يحقق اختيار الشراء حماية للمستثمر. فخسائره محدودة بمقدار المكافأة أما أرباحه فلا حدود لها إذ ترتفع مع ارتفاع القيمة السوقية للسهم في وقت التنفيذ. وعلى العكس من ذلك فإن أرباح المحرر محدودة بمقدار المكافأة. أما خسائره فلا حدود لها إذ تزداد كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم. وكما هو الحال في اختيار البيع فإن دخول المحرر كطرف في العملية. لا يمكن أن يكون إلا إذا كانت توقعاته تشير إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم خلال الفترة التي يمكن أن ينفذ فيها الاتفاق.

يمكن التمييز بين المحرر الذي يمتلك الأسهم التي يتعاقد على بيعها "Covered Writer" وبين المحرر الذي لا يملكها "Uncovered or Naked

"Writer" ويضطر لشرائها إذا ما حلت لحظة التنفيذ. وكما يبدو فإن خسائر الأخير تكون مؤكدة إذا ما فاقت القيمة السوقية للسهم وقت التنفيذ القيمة المتفق عليها – لشراء السهم – مضافاً إليها مقدار المكافأة. أما المحرر الذي يملك الأسهم فإن تكبده لخسائر فعلية تتوقف على القيمة التي كان قد سبق أن اشترى بها السهم. فلو اشتراه بقيمة تقل عن القيمة المتفق عليها إضافة إلى مقدار المكافأة فسيحقق أرباحاً فعلية. وإن كانت أقل من الأرباح التي كان يمكن أن يحققها لو لم يبرم عقد الإختيار. أما إذا كان قد اشترى السهم بقيمة أكبر من ذلك فسوف يحقق خسائر فعلية.

وأخيراً، سنعرض فيما تبقى من صفحات هذا القسم لنوع من الصكوك تصدرها منشآت الأعمال تشبه إلى حد كبير الإختيار الذي يعطي الحق في الشراء. وإن كان لإصداره أهداف أخرى تختلف عن تلك التي ترتبط باختيار الشراء.

صكوك الشراء اللاحق لأسهم المنشأة:

تصدر بعض المنشآت نوعاً من الصكوك "Warrants" تعطي لحاملها الحق في شراء عدد من أسهمها مستقبلاً بسعر يعلن مسبقاً ويطلق عليه سعر التنفيذ "Exercise Price". وقد يكون هذا السعر ثابتاً "Fixed" كما قد يكون للمنشأة حق تغييره في أي لحظة تريدها "Stepped-up". وكما يبدو فإن تلك الصكوك تشبه في جوهرها اختيار الشراء "Call Option" وإن كانت تختلف عنه في أن فترة التنفيذ قد تمتد

لبضع سنوات بل وقد تكون أبدية "Perpetual Warrants". في حين أن فترة التنفيذ في الإختيار تتراوح بين ثلاثة شهور وتسعة شهور. يضاف إلى ذلك أن الصك المذكور تصدره المنشأة المعنية، أما اختيار الشراء فقد يحرره طرف ليس له أي صلة بالمنشأة، بل وقد لا تكون بين يديه الورقة المالية التي يتعهد ببيعها.

إن تنفيذ الصك، أي استخدامه في شراء الأسهم العادية يعني حصول المنشأة المعنية على موارد مالية إضافية، تتمثل في قيمة بيع الأسهم التي ينص عليها الصك. وهو ما يعني بالتبعية تغيير في مكونات هيكل رأسمال المنشأة. أما تنفيذ اختيار الشراء فلا علاقة له بالموارد المالية للمنشأة أو بهيكل رأسمالها. يتضمن الإختيار الواحد شراء عدد محدد من الأسهم متعارف عليه بين المتعاملين (عادة ١٠٠ سهم) فإن عدد الأسهم التي يمكن شراؤها بصك واحد قد تختلف من حالة إلى أخرى، بل وقد لا يشتري الصك الواحد سوى جزء من السهم، وهو ما يعني - في هذه الحالة - ضرورة أن يمتلك المستثمر عدداً من الصكوك حتى يمكنه شراء سهم واحد.

هذا إلى جانب أن شروط الإختيار تظل ثابتة في أثناء سريانه، أما شروط الصك فقد تتعرض لتغيير مستمر. وعادة ما ينصرف التغيير إلى تخفيض عدد الأسهم التي يشتريها صك واحد، كما قد ينصرف التغيير كذلك إلى رفع سعر التنفيذ أي سعر شراء السهم. والهدف من النص على إمكانية تغيير الشروط، هو رغبة المنشأة في حث حامل الصك على تنفيذه، في أقرب وقت ممكن دون انتظار لفترة أطول، قد تتغير فيها الشروط وتكون في غير صالحه.

ويضيف المؤلف سمتين أُخريين تميزان الصك عن الإختيار: السمة الأولى هي أن مشتري الصك لا يدفع مكافأة مباشرة على النحو الذي أُشير إليه عند تناول الإختيار. أما السمة الثانية فهي أن الصك يعطي الحق في شراء أسهم عادية فقط. بينما يعطي الإختيار الحق في شراء أسهم أو سندات أو حتى عملات.

وعادة ما تصاحب تلك الصكوك إصدارات جديدة من السندات أو الأسهم الممتازة. أو حتى الأسهم العادية في حالة المنشآت التي تتحول لأول مرة من الطرح الخاص إلى الطرح العام "Initial Public Offering" لأسهمها. ويطلق على تلك الإصدارات والصكوك المصاحبة لها وحدة من الأوراق المالية "Unit of Securities" التي عادة ما تتداول في أسواق غير منظمة خلقتها بعض بيوت السمسرة والتجارة. وفي هذا الصدد يمكن التفرقة بين نوعين من الصكوك: صكوك يمكن تداولها بذاتها "Datachable Warrants" وصكوك لا تتداول إلا مع السندات أو الأسهم الممتازة المصاحبة لها "Nondatachable Warrants". وإن كان النوع الأول هو الأكثر انتشاراً.

وهنا قد يتساءل القارىء عن الأسباب التي تدفع بالمنشآت إلى إصدار مثل هذه الصكوك. يأتي في مقدمة تلك الأسباب ترغيب المستثمرين في شراء الأوراق المالية المصاحبة للصك. وقد يصل الترغيب إلى المستوى الذي قد تستطيع معه المنشأة إصدار السندات دون حاجة لرهن أُصول لضمان الوفاء بقيمتها. أو إلى المستوى الذي يسمح لها ببيع الأوراق المالية المصاحبة بأسعار أعلى من قيمتها الإسمية. بما

يحقق زيادة في حصيلة الإصدار، أو إصدارها بمعدل كوبون أقل. ومن شأن الميزتين الأخيرتين أي زيادة الحصيلة وانخفاض معدل الكوبون، أن يؤديا إلى تخفيض تكلفة الأموال للمنشأة. ولهذا أهميته خاصة للمنشآت الصغيرة التي تنمو بمعدلات سريعة والتي ينظر المستثمر إلى أوراقها المالية على أنها ذات مخاطر عالية، وهو ما يعنى في حالة غياب الصكوك ضرورة رفع معدل الكوبون.

يضاف إلى ذلك أن الصكوك تضمن توفير الأموال المطلوبة عند الحاجة إليها فقط. فإذا ما حققت المنشأة قدراً من النمو فسوف ترتفع القيمة السوقية للسهم إلى مستوى سعر التنفيذ أو يزيد. وفي ظل هذه الظروف يصبح من المتوقع قيام المستثمرين باستخدام الصكوك لشراء الأسهم بالسعر المتفق عليه، مما يوفر للمنشأة الموارد المالية المطلوبة – لمرحلة النمو – أو جزءاً منها على الأقل. أما إذا لم يتحقق النمو المنتظر فلن تحتاج المنشأة لأموال إضافية، ولن ترتفع القيمة السوقية للسهم إلى المستوى الذي يشجع على استخدام الصكوك. وغنى عن البيان أن الصكوك التي تعطي الحق في شراء أسهم عادية تتيح فرصة أفضل للمنشأة لتصريف إصدارتها المستقبلة من تلك الأسهم دون تكبد تكاليف تذكر لتسويقها.

وإذا ما أصبحت الحاجة إلى موارد إضافية أمراً ملحاً، فإنه يمكن للمنشأة حث حملة الصكوك على السعي إلى تنفيذها وذلك من خلال ثلاث وسائل رئيسية: الوسيلة الأولى تتمثل في رفع مستوى التوزيعات ما

قد يشجع حملة الصكوك على استخدامها في شراء أسهم المنشأة، خاصة وهم يدركون أن الصك في حد ذاته لا يعطى لحامله نصيباً في أرباح المنشأة. أما الوسيلة الثانية فتتمثل في النص في قرار الإصدار على أن للمنشأة الحق في رفع سعر التنفيذ. حينئذ يتوقع أن يسارع حملة الصكوك إلى تنفيذها دون إنتظار تحقيق المزيد من المكاسب، وذلك خشية أن تقوم المنشأة برفع سعر التنفيذ. وأخيراً، تتمثل الوسيلة الثالثة في جعل فترة التنفيذ قصيرة نسبياً، مما لا يتيح لحملة الصكوك فرصة للانتظار.

ورغم هذه المزايا فإن للصكوك بعض العيوب من وجهة نظر المنشأة المصدرة لها. ومن أهم تلك العيوب أن تنفيذ الصكوك يعني زيادة عدد الأسهم العادية المتداولة، بشكل قد يترك أثراً عكسياً على ربحية السهم "Dilution" وعلى قيمته السوقية بالتبعية، وذلك على نحو مماثل لما يحدثه اشتقاق الأسهم والتوزيعات في صورة أسهم، التي سبقت الإشارة إليها في الفصل الأول. لذا، فإن التشريعات عادة ما تلزم المنشأة بنشر معلومات عن ربحية السهم، بما يتيح فرصة أفضل للمستثمرين الحاليين والمحتملين لتقدير الأثر العكسي الذي تحدثه الصكوك.

أما بالنسبة للمستثمر فتحقق له الصكوك مزايا تفوق تلك التي يمكن تحقيقها من اختيار الشراء "Call Option". فالصك شأنه شأن اختيار الشراء يتيح فرصة مستقبلة لشراء عدد من الأسهم، وذلك في

مقابل استثمار يتمثل في مبلغ صغير يدفع مبدئياً، على أن يدفع الباقي وقت التنفيذ [٤]. وهذا يعني - في ظل فكرة الرفع المالي - إمكانية تحقيق عائد بمعدل مرتفع.

يضاف إلى ذلك أن الصكوك - شأنها في ذلك شأن اختيار الشراء - تحقق للمستثمر حماية ضد ارتفاع محتمل في أسعار الأسهم التي يخطط لامتلاكها، مع إمكانية تحقيق قدر من الأرباح الرأسمالية. ذلك أنه يمكن للمستثمر أن يشتري الأسهم العادية التي يرغب في امتلاكها في ذات الوقت الذي يشتري فيه الورقة المالية التي يصحبها الصك (سند أو سهم ممتاز) الذي يعطيه الحق في شراء أسهم عادية مستقبلاً. وإذا ما ارتفعت القيمة السوقية للأسهم مستقبلاً فيمكن بيعها بسعر السوق محققاً بعض الأرباح.

ثم يستخدم الصكوك بعد ذلك في شراء الأسهم من المنشأة بالسعر المنصوص عليه، والذي سيكون بالطبع أقل من القيمة السوقية للسهم وقت التنفيذ.

وإذا كانت للصكوك تلك المزايا من وجهة نظر المستثمر، فإن لها بعض العيوب. أولها أن قيمة الصك - كما هو الحال بالنسبة للإختيار - ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالقيمة السوقية للسهم، بمعنى أن الصك تكون له قيمة

---

(٤) بالنسبة للإختيار يتمثل المبلغ المدفوع في قيمة المكافأة، أما بالنسبة للصك فالمبلغ يتمثل في الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء الورقة المالية التي يصحبها الصك وبين القيمة السوقية للورقة فيما لو لم يصحبها صك.

بالنسبة للمستثمر إذا ارتفعت القيمة السوقية للسهم إلى مستوى أعلى من سعر التنفيذ. أما إذا ظلت دون ذلك طوال فترة التنفيذ فلن يكون للصك أي قيمة. وهذا يعني أمرين: أولهما أن تحقيق الأرباح مشروط بطول فترة التنفيذ. بمعنى أنه كلما طالت فترة التنفيذ كلما زاد احتمال ارتفاع القيمة السوقية للسهم ، وأن تصبح للصك قيمة بالنسبة لحامله. أما الأمر الثاني فهو إذا كان الرفع المالي الذي يتسم به الإستثمار في الصكوك يعني تحقيق أرباح بمعدلات عالية. إذا ما ارتفعت القيمة السوقية للسهم. فإنه يعنى من ناحية أخرى تحقيق خسائر بمعدلات عالية أيضاً إذا ظلت القيمة القيمة السوقية للسهم أقل من سعر التنفيذ.

يضاف إلى ذلك عيب آخر هو أنه عندما تقرر المنشأة إجراء توزيعات في شكل أسهم. أو تقرر اشتقاق الأسهم فإن القيمة السوقية للسهم تنخفض إلى مستوى قد يستحيل معه تنفيذ الصك. نظراً لاتساع الفجوة بين القيمة السوقية للسهم وبين سعر التنفيذ. الأمر الذي يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن شراء الإصدارات التي تصاحبها تلك الصكوك. فإنه قد ينص على أن يتبع الاشتقاق أو توزيع أرباح في صورة أسهم تخفيض سعر التنفيذ. أو زيادة عدد الأسهم لكل صك.

وفي الصفحات المتبقية من هذا القسم سوف نلقي المزيد من الضوء على الجوانب الأساسية لتلك الصكوك. وذلك من خلال مثال مفترض لمنشأة تفكر الآن في إصدار سندات بقيمة ٥ ملايين جنيه. وأنها تدرك حاجتها المستقبلة إلى ٣ ملايين جنيه إضافية تصدر بها أسهماً عادية

وذلك خلال أربع سنوات. في ظل هذه الظروف قد يكون إصدار الصكوك أمراً مفضلاً، وذلك على أساس أن تزيد من جاذبية السندات. كما تتيح فرصة أفضل لتصريف الأسهم العادية عند إصدارها.

ولنبدأ بافتراض أن المنشأة سوف تصدر مع السندات صكوكاً سارية المفعول لمدة ٤ سنوات بمعدل ٣ صكوك لكل سند. ويعطى الصك الواحد الحق في شراء سهم واحد بسعر تنفيذ قدره ١٠٠ جنيه. ومن المتوقع بالطبع أن يكون السعر المذكور أعلى من القيمة السوقية للسهم وقت إصدار الصك، وإلا سارع حامل الصك إلى تنفيذه بمجرد صدوره. وحيث إن المنشأة تخطط مستقبلاً للحصول على ٣ ملايين جنيه في صورة أسهم عادية، فإنه يصبح من المتوقع إصدار ٣٠٠٠٠ سهم (٣٠٠٠٠٠٠ جنيه ÷ ١٠٠ جنيه) عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم لتصل إلى سعر التنفيذ (١٠٠ جنيه للسهم).

وكما سبقت الإشارة فإن إصدار الصكوك قد يرفع من القيمة السوقية للسند. وسوف نفترض أن السند سوف يباع بقيمة ٥٠٠ جنيه، في حين أن السند المماثل الذي سبق أن أصدرته المنشأة دون أن يصحبه صكوك يباع بسعر ٤٧٥ جنيهاً. ويمثل الفرق (٢٥ جنيهاً) في حقيقة الأمر القيمة السوقية للصك. وحيث إن المنشأة تخطط لإصدار سندات وبيعها بقيمة ٥ ملايين جنيه، فإن عدد السندات التي يتوقع إصدارها سوف يبلغ ١٠٠٠٠ سند (٥٠٠٠٠٠٠ ÷ ٥٠٠ جنيه).

وإذا ما ارتفعت القيمة السوقية للسهم خلال فترة التنفيذ لتصل إلى ١٢٠ جنيهاً، فحينئذ يصبح للصك قيمة ذاتية "Intrinsic Value" تعادل عشرين جنيهاً (١٢٠ جنيهاً - ١٠٠ جنيه). ويصبح من المتوقع تنفيذ الصكوك التي سبق إصدارها، مما يعني إمكانية بيع ٣٠٠٠٠ سهم (١٠٠٠٠ سند x ٣ صكوك) بسعر ١٠٠ جنيه للسهم، مما يوفر للمنشأة الموارد المالية التي خططت للحصول عليها خلال أربع سنوات (٣ ملايين جنيه). وحيث إن المستثمر قد دفع ٢٥ جنيهاً إضافية لكل سند (٥٠٠ جنيه - ٤٧٥ جنيهاً) وأن السند الواحد يصحبه ٣ صكوك قيمة كل صك عشرون جنيهاً، فإنه يكون قد حقق ربحاً قدره ٣٥ جنيهاً (٣ صكوك x ٢٠ جنيهاً - ٢٥ جنيهاً). أما بالنسبة للمنشأة فقد حصلت على ما تحتاجه من الأموال، كما وفرت على نفسها تكاليف تصريف الإصدار. وهكذا تحققت الإستفادة للطرفين.

الأوراق المالية المخلقة المتداولة في أسواق مستحدثة:

يقصد بالأوراق المالية المُخَلّقة "Securitization" تلك الأوراق المالية القابلة للتداول في أسواق غير منظمة خلقتها بعض بيوت السمسرة. وكانت تلك الأوراق في الأصل استثمارات غير سائلة "Illiquid Assets" لا تتحول إلى نقدية إلا في تاريخ الإستحقاق، نظراً لعدم وجود سوق تتداول فيه. ومن الأمثلة على تلك الأصول في الولايات المتحدة قروض الإسكان "Home Mortgage" وهي تمثل اتفاقاً يبرم بين أحد الأفراد الراغبين في شراء منزل للإسكان فيه، وبين مؤسسة مالية للإقتراض. وبمقتضى

الاتفاق يحصل الطرف الأول على قرض لشراء المنزل على أن تسدد قيمته على أقساط شهرية. وأن يتم رهن العقار لصالح المؤسسة المعنية.

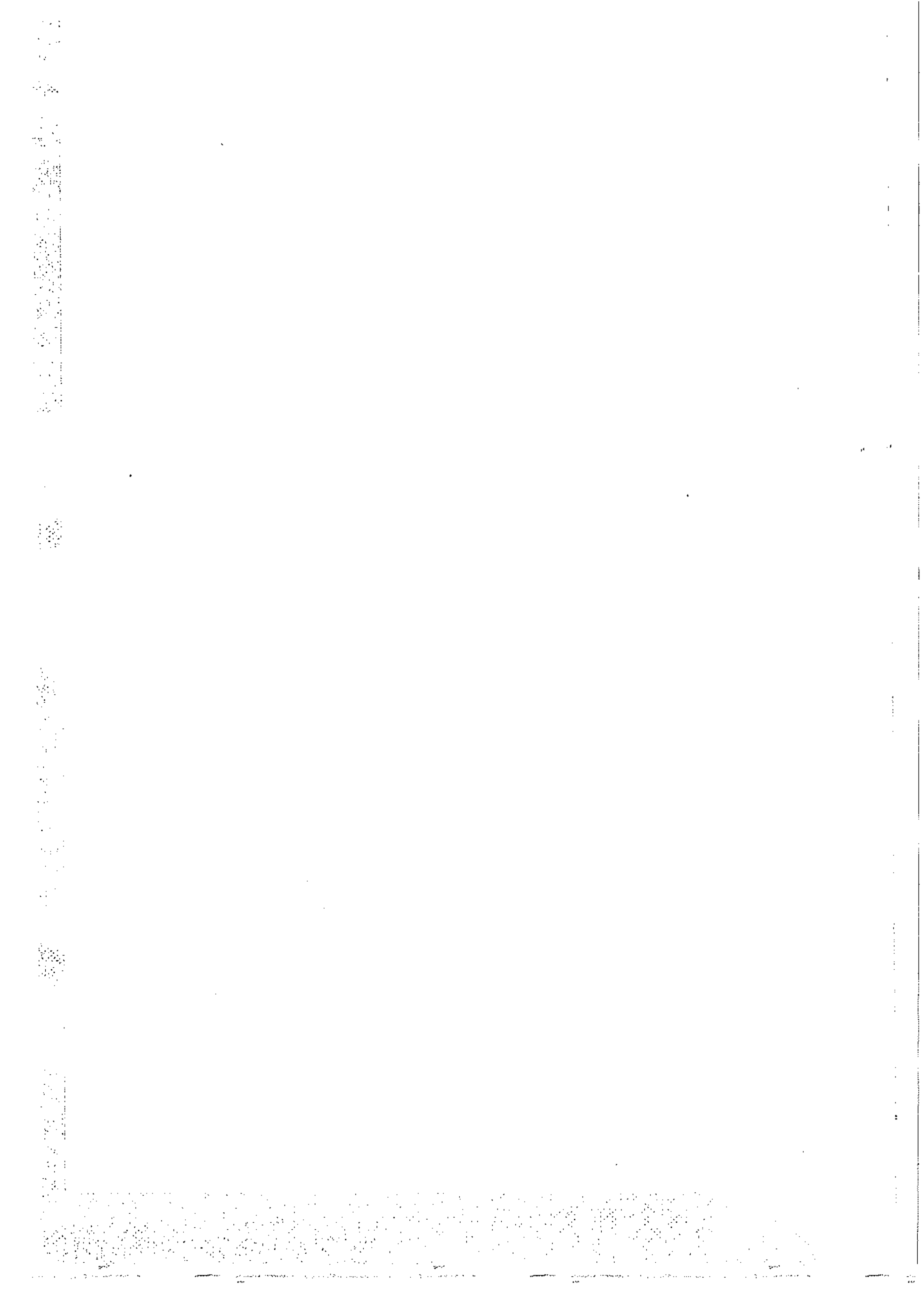
ولا تنتظر المؤسسة حتى تاريخ الإستحقاق لاستعادة قيمة تلك القروض بل تصدر في مقابلها صكوكاً قابلة للتداول "Securitization" ومضمونة بتلك القروض "Mortgage-Backed Securities". وتستخدم حصيلة القروض من فوائد وأقساط في خدمة الصكوك التي تم إصدارها. ولتيسير تداول تلك الصكوك عادة ما يصدر الصك بقيمة إسمية صغيرة. كما قد يؤمن عليه من قبل مؤسسة حكومية للتأمين. وفي حالة فشل المقترض (مشترى العقار) في الوفاء بما عليه من إلتزامات. تقوم مؤسسة التأمين بسداد مستحقات حامل الصك. على أن تقوم فيما بعد ببيع العقار والحصول على مستحقاتها. وتعتبر قروض الإسكان هي المحاولة الرائدة لظهور الأوراق المالية المخلقة التي انتشرت بعد ذلك في مجالات أخرى مثل قروض شراء السيارات التي تقدمها المصارف والقروض التجارية.

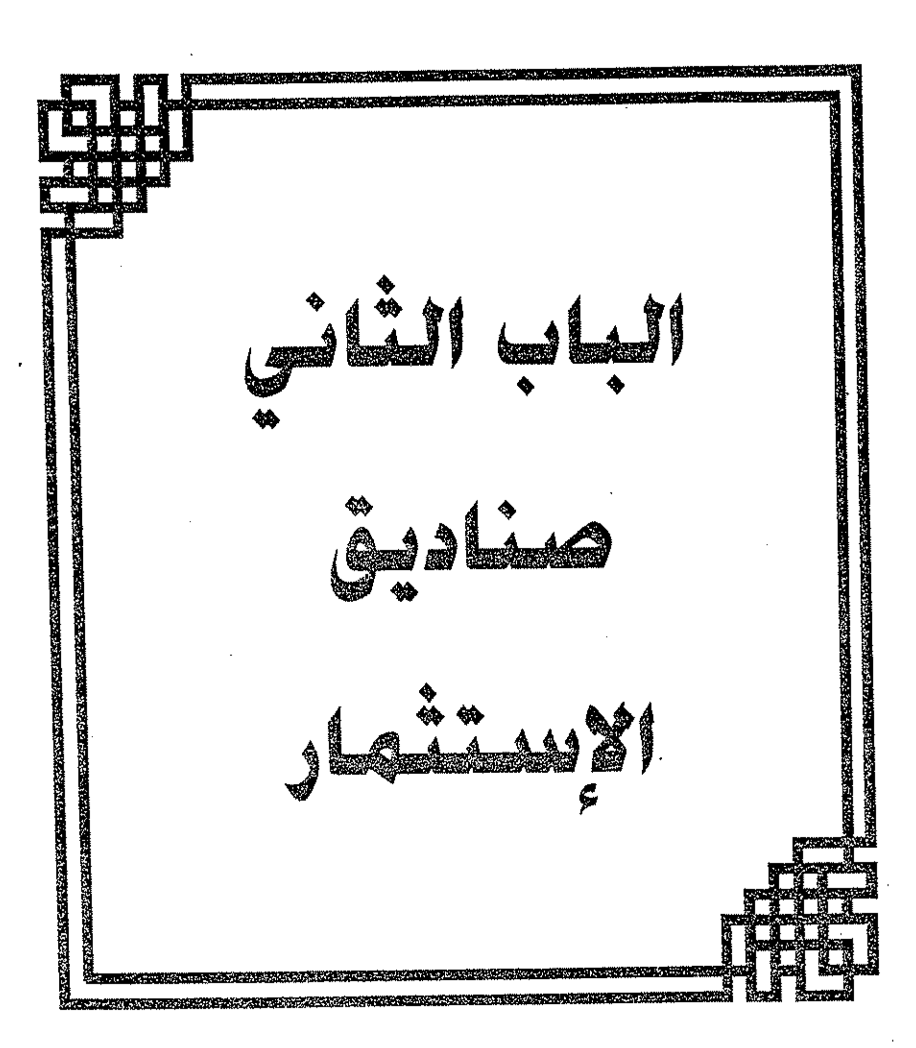
بل وامتدت الفكرة إلى القروض التي حصلت عليها دول العالم الثالث من مصارف عالمية. ثم تعثرت في سدادها. فلكي تتجنب المصارف المعنية الآثار السلبية لمثل هذه المشكلة والتي قد تنتهي بإشهار إفلاس المصارف. فقد قامت بالتعاون مع بيوت سمسرة متخصصة بخلق سوق تتداول فيه هذه القروض؛ إذ تعرض تلك البيوت يومياً أسعار بيع وشراء "Bid-Offer Price" كل قرض متاح للتداول. ولكن ما هي دوافع شراء تلك القروض؟ ومن هو مشتريها؟

عادة ما تباع تلك القروض بخصم كبير على قيمتها، ومن ثم فإن معدل العائد الذي يمكن أن يحققه المشتري (المستثمر) يكون مرتفعاً ويندر أن يتحقق له في مجال آخر. ومن المتوقع بالطبع أن يكون للمشتري وسائل - لا تتاح للمصارف المقرضة - يمكن بمقتضاها تحصيل قيمة القرض. ويشير الواقع العملي إلى أن المشترين لتلك القروض هي شركات دولية لها نشاط في الدولة المدينة، ومن ثم فإنها تتقدم لحكومة الدولة المعنية بطلب لسداد القرض بالعملة المحلية، ثم تقوم باستخدام الحصيلة في تمويل عملياتها في تلك الدولة. وبالطبع يلاقي هذا الإجراء ترحيباً من الحكومة المعنية، لا سيما أن السداد سيتم بالعملة المحلية وليس بعملة أخرى.

الخلاصة

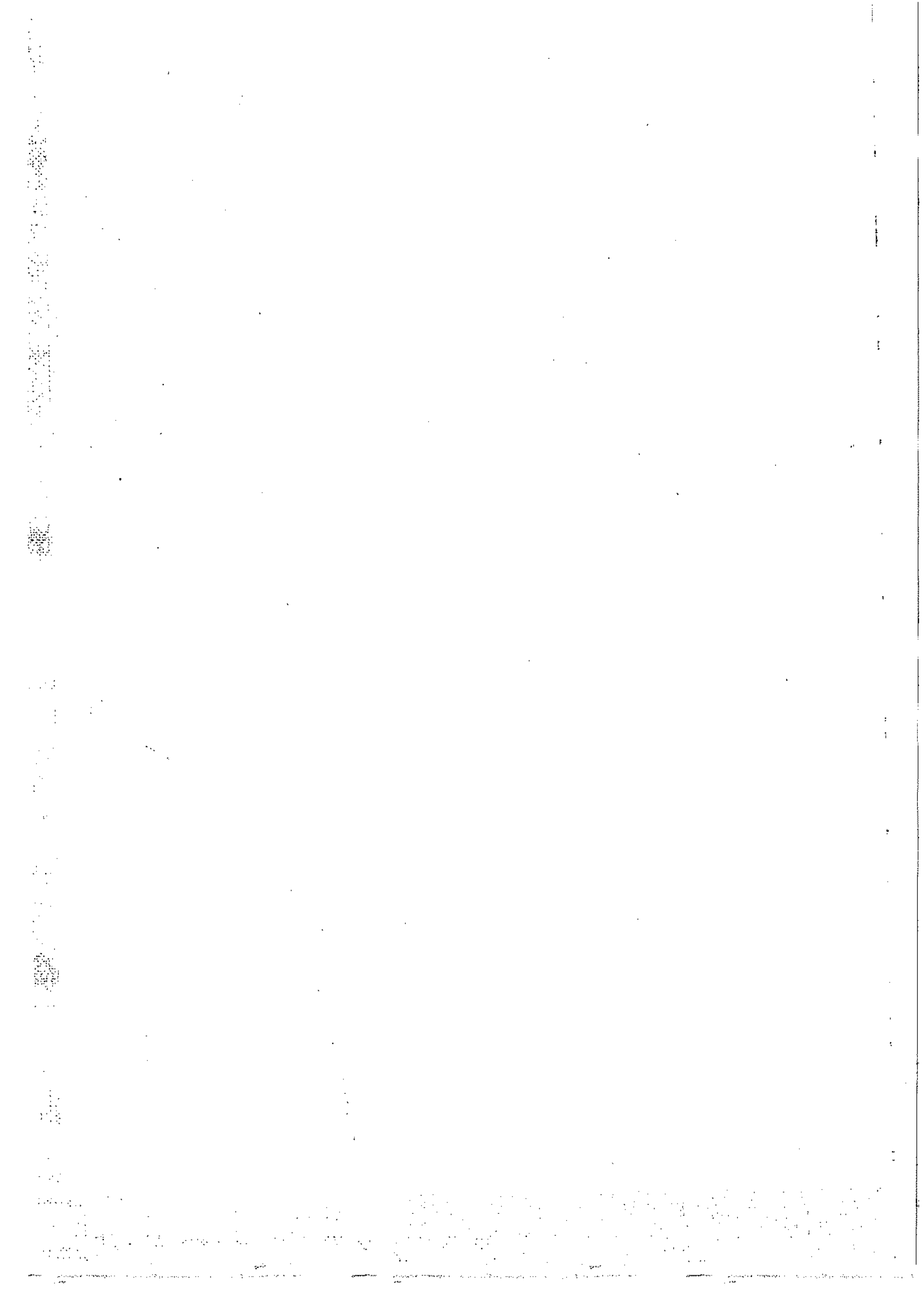
تتداول معظم الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها الحكومة في الأسواق المنظمة وغير المنظمة، أما الباقي فيحتكر المصرف المركزي ووزارة الخزانة في الدولة تداولها. أما بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة أو منشآت الأعمال فتتداول في سوق النقد، وهي سوق غير منظمة تشتمل على عدد من بيوت السمسرة المصارف التجارية وما يماثلها. وإلى جانب أسواق رأس المال وأسواق النقد هناك أسواق الإختيار ويقصد بها هنا الأسواق المنظمة التي تتداول فيها إختيارات الشراء والبيع، إضافة إلى أسواق أخرى غير منظمة تخلقها: بيوت سمسرة و تتداول فيها الصكوك التي تعطي لحاملها الحق في شراء الأسهم العادية التي تصدرها بعض منشآت الأعمال، وأسواق أخرى مماثلة تتداول فيها الأوراق المالية الخلقة.





الباب الثاني

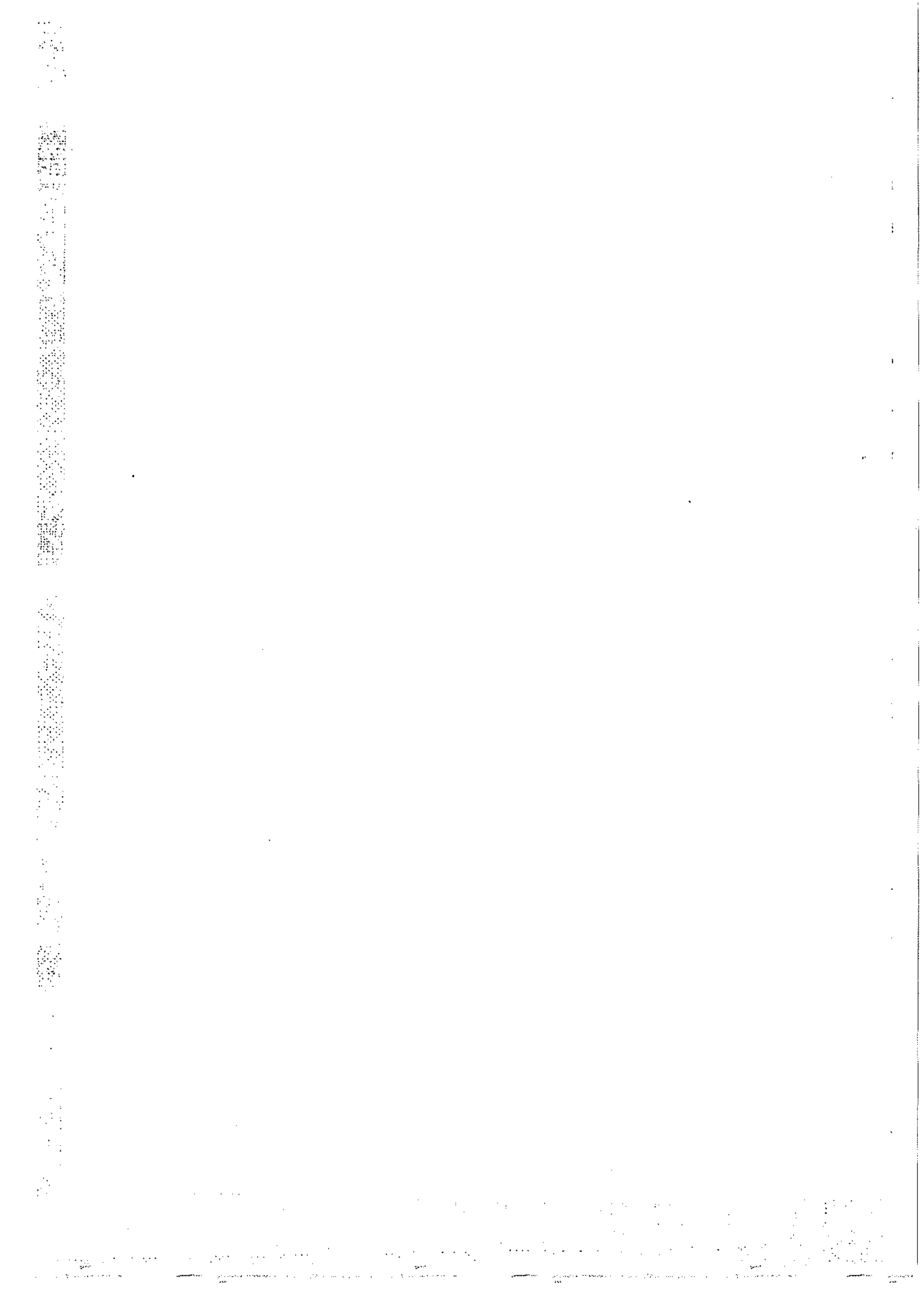
صناديق الإستثمار



تضمن الباب الأول – فيما تضمن – الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال. ويلاحظ على تلك الأوراق أنها تلائم أساساً كبار المستثمرين الذين تتوافر لديهم خبرة ومعرفة بأسواق رأس المال، سواء كانوا مؤسسات أو أفراداً. ولكن ما هو سبيل صغار المستثمرين، والمستثمرين الذين لا تتوافر لديهم معرفة بالإستثمار في الأوراق المالية؟ الإجابة تكمن في صناديق الإستثمار التي خصص لها الباب الثاني.

فصناديق الإستثمار هي تشكيلات من الأوراق المالية المختارة بدقة وعناية، ليناسب كل منها أهداف فريق معين من المستثمرين المحتملين. أما جمهورها المستهدف فهم أساساً المستثمرون الذين لا تتوافر لديهم موارد مالية كافية لبناء محفظة (تشكيلة) خاصة من الأوراق المالية. والمستثمرون الذين قد تتوافر لديهم الإمكانيات المالية، ولكن تنقصهم الخبرة والمعرفة، أو لا يتوافر لديهم الوقت الكافي لإدارة تلك التشكيلة.

وفي تناولنا لصناديق الإستثمار سوف نعرض في الفصل الثالث – الذي هو الفصل الأول من الباب الثاني – لماهية تلك الصناديق، ثم نتناول في الفصل الرابع كيفية تنظيمها وإدارتها. غير أن ما تجدر الإشارة إليه هو أن صناديق الإستثمار هي الوليد الشرعي لمؤسسات مالية يطلق عليها شركات الإستثمار. ومن ثم يصبح لزاما أن نعرض لتلك الشركات، من خلال تناول محتويات هذا الباب.



الفصل الثالث

ماهية صناديق الإستثمار

عادة ما ينصح المستثمر الذي يمتلك مدخرات محدودة. بأن لا يستثمرها في أوراق مالية. نظراً لاحتمال عدم كفاية تلك المدخرات لشراء تشكيلة من تلك الأوراق. يكون من شأنها تخفيض حجم المخاطر التي قد تتعرض لها مدخراته. فوفقاً لأساسيات الفكر في مجال الاستثمار. لا ينبغي على المستثمر أن يوجه مدخراته لشراء ورقة مالية واحدة (الأسهم أوالسندات التي تصدرها منشأة معينة) بل يجب شراء تشكيلة من الأوراق تصدرها عدد من المنشآت. لكي يتحقق له القدر من التنويع الذي يوفر له حماية مناسبة ضد تقلب القيمة السوقية لمكونات تلك التشكيلة. وهذا ما يعبر عنه بالقول بألا يضع المرء كل ما يملكه من بيض في سلة واحدة. أو ما يعبر عنه في مفهوم الفكر في مجال الإستثمار بسياسة التنويع. التي يمكن تنفيذها من خلال تنويع ماركوتز أو من خلال التنويع الساذج أي البسيط. على النحو الذي سوف نشير إليه في الفصل الخامس .

مثل هذا التنويع قد يصعب على صغار المستثمرين تحقيقه. فالتنويع بالنسبة لهؤلاء قد ينطوي على شراء كميات كسرية (أقل من ١٠٠ سهم أو سند) مما يعني ارتفاع تكلفة المعاملات. إضافة إلى دفع سعر لشراء الورقة يفوق السعر الذي تشتري به في داخل كمية غير كسرية (١٠٠ سهم أو سند أو مضاعفاتها). بعبارة أخرى لا يوجد سبيل يجعل

عـملية الإسـتـثمـار مـربحة. سـوى شـراء عدد مـلائم من الأوراق المالـيـة وبكميات غير كسرية. وهو ما لا يمكن لصغار المستثمرين تحقيقه.

ولإلقـاء المزيد من الضـوء علـى هـذه النقطة. دعنا نفـتـرض أن سـعـر السـهـم العـادي في رأس مـال إحـدى المنشـآت هـو ٢٠ جنيـهـاً للسـهـم الواحد. هذا يعني أن شراء كمـية غير كسرية قوامـها ١٠٠ سهم سوف يكلف المستثـمـر ٢٠٠٠ جنيه. وإذا ما التـزم المستثمر بأسـاسيات الفكر في مجـال الإستـثمار، والتي تقضي بضرورة الإسـتـثمار في أوراق مـالية لعشـر منشآت تقريبـاً، فإن هذا يعني ضرورة توافـر موارد ماليـة قدرها ٢٠٠٠٠ جنيه. بفرض أن القيمة السوقـية لأسهم تلك المنشآت متساوية وتبلغ ٢٠ جنيـهـاً للسـهم الواحـد. وإذا مـا أضيـفت إلى ذلك تكلفـة المعاملات. يصبح المبلغ المطلوب كبيراً نسبياً. من وجهة نظر العديد من المستثمرين في الكثير من الدول ومنها بعض الدول العربية.

ولا يعتبـر صغر حجم المدخـرات السبب الوحيـد لإحجام المستثـمرين عن الإستثمار المباشر في الأوراق المالية. فهناك مستثمرون تتوافر لديهم موارد مالية وفيرة تمكنـهم من شراء تشكيلة مناسبة من الأوراق المالية. إلا أنهم يحجمون عن ذلك إما لعدم توفـر الخبرة والمعرفة لإدارة مثل هذه التشكيلة. أو لعدم توفر الوقت الكافي لديهم. ولتلبية احتياجات هؤلاء المستثمرين أنشئت شركات متخصصة في بناء وإدارة تشكيلات "Public Portfolios" أو صناديق للإستـثمار، تتيح لهم شراء عـدد من الحصص في تلك المحـافظ. بما يتناسب مع ما يتـوافر لديهم من مـوارد ماليـة. ويطلق على هذه الشركات بشركات الإستـثمار. وفي هذا الفصل نعرض لماهية

تلك الشركات. وذلك في ثلاثة أقسام. القسم الأول ويتناول تصنيف شركات الإستثمار. ثم القسم الثاني ويعرض لتصنيف صناديق الإستثمار التي تشكلها وتديرها تلك الشركات. وأخيراً. يختتم الفصل بالقسم الثالث الذي يلقي الضوء على مزايا تلك الشركات والإنتقادات التي توجه إليها.

تصنيف شركات الإستثمار:

شركات الإستثمار "Investment Companies" هي شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات. لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة. ويتحدد نصيب المستثمر بعدد من الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله. أما الأوراق المكونة للتشكيلة فهي من النوع ذات التداول العام "Publicly Traded Securities" مثل الأسهم والسندات وأذونات الخزانة. وليس من حق المستثمر أن يدعي ملكية أوراق مالية معينة داخل التشكيلة. فحقه يتمثل فقط في حصة في التشكيلة ككل. يحصل في مقابلها على أسهم أو شهادات دالة على ذلك. وشركات الإستثمار بهذا المفهوم تختلف عن شركات التمويل "Finance Companies" التي هي نوع من المؤسسات المالية. تتكون مواردها من حصيلة ما تصدره من أسهم وسندات. إضافة إلى ما تحصل عليه من قروض من مصارف تجار ! . أما استخدامات تلك الموارد فتتمثل في تقديم القروض قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل. للأفراد ومنشآت الأعمال.

وتميـــز لجنة الأوراق المـاليــة والبـورصـة "Securities & Exchange Commission (SEC)" في الولايات المتحدة الأمريكية بين الشركات القابضة للإستثمار "Investment Holding Companies" وبين شركات الإستثمار "Investment Companies". ويقصد بالنوع الأول الشركات التي تهدف إلى السيطرة على المنشآت التي تستثمر فيها أموالها، من خلال امتلاك حصة كبيرة نسبياً من الأسهم العادية للمنشأة المعنية. أما النوع الثاني فيقصد به الشركات التي تستثمر أموالها في تشكيلات (محافظ أو صناديق) من الأوراق المالية، بهدف تحقيق عائد دون تعريض المستثمر لمخاطر كبيرة. وهذا النوع الأخير هو مجال الإهتمام في هذا الكتاب.

ويصنف قانون شركات الإستثمار "Investment Company Act" الأمريكي، تلك الشركات في ثلاث مجموعات: شركات الشهادة الإسمية، وودائع وحدة الإستثمار، وشركات الإستثمار المدار. وبالنسبة لشركات شهادات القيمة الإسمية "Face Amount Certificate Companies" ففيها يشتري المستثمر شهادة يُحدَدُ فيها مبلغ يُستحق له في تاريخ معين. وكما يبدو فإن العلاقة بين المستثمر والشركة لا تخرج عن كونها علاقة دائن بمدين. ونظراً لندرة هذا النوع من الشركات، فسوف يركز هذا القسم على النوعين الآخرين.

أولاً: ودائع وحدة الإستثمار:

ودائع وحدة الإستثمار "Unit Investment Trust" هي نوع من شركات الإستثمار، التي تمتلك تشكيلة من الأوراق المالية لا يطرأ عليها أي تغيير

إلا نادراً. وذلك حتى تاريخ انقضاء الشركة [١]. وتتكون ودائع وحدة الإستثمار بواسطة كفيل "Sponsor" غالباً ما يكون بيتاً للسمسرة. يقوم بشراء تشكيلة من الأوراق المالية (غالباً سندات) ثم يقوم بإيداعها لدى أمين "Trustee" عادة ما يكون أحد المصارف التجارية. والذي يقوم بدوره بإصدار شهادات قابلة للاسترداد "Redeemable Trust" تباع للجمهور. وتعطي الشهادة لحاملها الحق في الحصول على حصته من فوائد السندات. إضافة إلى حقه في استرداد قيمة المبلغ المستثمر وذلك عندما يحين تاريخ استحقاق السندات المكونة للتشكيلة. هذا ويتم سداد الفوائد وأصل الإستثمار بواسطة الأمين. وكما يبدو فإن الكفيل لا يؤدي دوراً يذكر في إدارة الإستثمار. ومن ثم فإن الأتعاب التي يحصل عليها ضئيلة وتبلغ نسبتها السنوية في المتوسط ١٥ر٪ من القيمة الصافية للأصل "Net Asset Value (NAV)". والتي يتم حسابها بقسمة القيمة السوقية الصافية لتشكيلة الإستثمارات (بعد طرح المستحقات) على عدد الوحدات المصدرة [٢].

ولكن كيف يحصل الكفيل على أتعابه؟ يحصل عليها مقدماً وذلك بأن يبيع الوحدة بقيمة تعادل قيمتها الصافية (NAV) مضافاً إليها قيمة الأتعاب. ولتوضيح الفكرة دعنا نفترض أن بيتاً للسمسرة قام بشراء سندات بقيمة قدرها مليون جنيه. أودعها لدى أحد المصارف التجارية الذي أصدر في مقابلها ١٠٠٠٠ شهادة. تباع الواحدة بسعر ١٠٤

---

(١) في المملكة المتحدة يمكن أن يجري تغيير مستمر في مكونات التشكيلة وفي القيمة الكلية للمبلغ المستثمر. شأنها في ذلك شأن شركات الإستثمار ذات النهاية المفتوحة التي سنعرض لها فيما بعد.

(٢) الشهادة التي يحصل عليها المستثمر توضح عدد الوحدات المشتراة.

جنيهات. هذا يعني أن حصيلة البيع سوف تبلغ ١,٠٤ مليون جنيه. منها مليون جنيه تمثل القيمة الأصلية للسندات. ٤٠٠٠٠ جنيه تغطي ربح الكفيل إضافة إلى ما تكبده من مصروفات بيعية بما فيها عمولة البنك (٣).

وإذا ما تأمل القارئ الشكل القانوني لوديعة وحدة الإستثمار سوف يجده في حقيقية الأمر اتحاداً وليس شركة؛ لأن الكفيل أو المؤتمن لا يبذل مجهوداً يذكر. لذا فإن ما يباع للمستثمر يطلق عليه وحدة "Unit" وليس سهماً عادياً كما هو الحال في شركات الإستثمار. فالكفيل يكاد ينتهي دوره بمجرد بناء التشكيلة. والأمين يكاد يتلخص دوره في إصدار الشهادات. وتحصيل الفوائد المستحقة عليها تمهيداً لدفع قيمتها لحملة الشهادات (الوحدات). كما يدفع لهم أيضاً القيمة المستردة في تاريخ استحقاق الشهادة.

هذا وببلوغ تاريخ الإستحقاق للسندات المكونة للتشكيلة كافة ينقضي الإتحاد. الذي عادة ما لا يتجاوز عمره في المتوسط عن ستة شهور. وذلك في حالة تركيز الإستثمار في أوراق مالية قصيرة الأجل. أما عندما تتكون الوديعة من سندات طويلة الأجل. حينئذ قد يمتد عمر الإتحاد ليصل إلى عشرين عاماً. ومن أبرز الأمثلة على هذه الإتحادات تلك التي تكونها بنكيرات الإستثمار مثل مؤسسة ماريل لنبش "Merrill Lynch" ومؤسسة إخوان سالمون "Salomon Brothers" إذ

---

(٣) لغرض التيسير والتسهيل افترضنا عدم وجود تكلفة للمعاملات.

يقومان بشراء سندات حكومية بمئات الملايين، ثم إعادة بيعها للمستثمرين على شكل أسهم "Shares" تصدر بها شهادات ملكية. وقد تمثل الحصة سنداً كاملاً أو جزءاً منه.

يطلق على الشهادة الدالة على الحصة في مجموعة السندات التي تتعامل فيها مؤسسة ماريل لينش "تيجرز" أي إتصالات الخزانة لإنماء الإستثمار "Treasury Investment Growth Receipts (TIGRS)". أما مؤسسة إخوان سالمون "Salomon Brothers" فتطلق على الشهادة "كاتس" أي شهادات التراكم على الأوراق المالية التي تصدرها وزارة الخزانة "Certificates of Accrual on Treasury Securities (CATS)" الأمريكية. ولا يباع الايصال أو الشهادة بالقيمة الإسمية المدونة عليه، بل يباع بخصم يتزايد كلما طال تاريخ الإستحقاق، الذي عنده يحصل حامله على القيمة المدونة عليه. ويمثل الفرق بين قيمة شراء الايصال وقيمة المتحصلات من بيعه الفائدة التي يحققها المستثمر. بعبارة أخرى، لا يحصل المستثمر على أي عائد خلال حيازته للشهادة أو الإيصال، لذا يطلق على تلك الحصص بالأصفار "Zero". وليس من الضروري بالطبع أن يحتفظ المستثمر بالايصال حتى تاريخ الإستحقاق، إذ يمكن بيعه لمستثمر آخر، وذلك من خلال بيوت السمسرة في الأسواق غير المنظمة، التي سنشير إليها في الكتاب الثاني من هذه السلسلة.

وعلى الرغم من جاذبية هذا النوع من الإستثمار إلا أنه يعاب عليه التزام المستثمر بإضافة عائده السنوي في إقراره الضريبي، لا سيما وأن العائد قد لا يتحقق بالفعل إلا في تاريخ الإستحقاق، الذي قد

يكون لاحقاً لتاريخ تقديم الإقرار. أما كيفية حساب العائد فتتم باستخدام فكرة معدل العائد الداخلي التي عادة ما تعرض له مؤلفات الإدارة المالية. حيث يتمثل الإستثمار المبدئي في القيمة المدفوعة لشراء الإيصال. أما التدفقات النقدية المستقبلة فتتمثل فيما سوف يحصل عليه المستثمر في تاريخ الإستحقاق. أي القيمة المدونة على الإيصال أو الشهادة.

وثمة ميزتان أساسيتان لودائع وحدة الإستثمار. أولها أن المستثمر لا يتكبد عادة تكاليف للإدارة؛ إذ لا يوجد أصلاً عبء إداري يذكر. ثانيها أنها تتيح لبيت السمسرة جذب صغار المستثمرين الذين لا تكفي مواردهم للإستثمار المباشر في السندات. ونضيف ميزة أخرى هي وجود سوق ثانوي "Secondary Market" أي سوق ثانٍ يتيح للمستثمر التخلص من حصته في أي وقت. دون انتظار لتاريخ الإستحقاق. وقد يتم ذلك من خلال الأمين (المصرف التجاري المختص) أو من خلال الكفيل (بيت السمسرة).

ونظراً لعدم وجود التزامات على وحدة الإستثمار، فإن القيمة الصافية التي تباع بها الوحدة يتم حسابها مباشرة بقسمة القيمة السوقية للسندات المكونة للتشكيلة – في تاريخ عرض الوحدة للبيع – على عدد الوحدات المصدرة. وإذا ما تقدم المستثمر بالشهادة للأمين لاسترداد قيمة الوحدات التي تتضمنها، فإنه قد يقوم ببيع عدد من السندات – التي تحت يده – بما يكفي لتغطية القيمة النقدية المطلوبة. ونضيف أن وقوف بيت السمسرة (الكفيل) على استعداد دائم لشراء

الوحدات التي يطرحها المستثمرون للبيع، من شأنه أن يسهم في بناء مخزون منها يمكنه من تلبية أوامر الشراء الجديدة. أما سعر إعادة البيع فيتمثل في القيمة الصافية للأصل أو الوحدة "NVA" وقت إبرام الصفقة، يضاف إليه مبلغ يعادل المبلغ الذي كان قد دفعه المستثمر الأصلي الذي اشترى الوحدة عند تكوين ودائع وحدة الإستثمار، وهي تساوي - في المثال الذي سبقت الإشارة إليه - أربعة جنيهاتً للوحدة (٤٠ ألف جنيه مقسومة على ١٠٠٠٠ وحدة).

وطالما نحن بصدد ودائع وحدات الإستثمار، قد يكون من الملائم إلقاء الضوء على صناديق الودائع العامة التي تكونها بعض المصارف التجارية.

صناديق الودائع العامة:

لا تختلف صناديق الودائع العامة "Common Trust Funds" التي تكونها المصارف التجارية، عن صناديق الإستثمار التي تكونها شركات الإستثمار، على النحو الذي سنعرض له فيما بعد. فتلك الصناديق تتكون من أموال مستثمرين، يقدمونها للمصرف ليقوم نيابة عنهم باستخدامها في بناء تشكيلة (محفظة) من أوراق مالية، يديرها لصالحهم من خلال إدارة مستقلة، في مقابل أتعاب محددة. وكما هو الحال في صناديق الإستثمار قد يقوم المصرف ببناء تشكيلات مختلفة من الأوراق المالية تلبي احتياجات فئات مختلفة من المستثمرين. وقد يمتد نشاط تلك الصناديق إلى بناء محافظ لإستثمار أموال التأمينات والمعاشات، التي تقدمها منشأة معينة للمصرف، ليديرها لصالح

العاملين لديها. ونختتم صناديق الودائع العامة بالإشارة إلى أن لتلك الصناديق مزايا عديدة تماثل مزايا صناديق شركات الإستثمار التي سنعرض لها في الصفحات التالية.

ثانياً: شركات الإستثمار المدار [٤]:

يطلق على شركات الإستثمار المدار "Managed Investment Companies" شركات الإدارة "Management Companies" أو الشركات المدارة "Managed Companies". ويقصد بها الشركات التي تؤدي فيها إدارة الشركة دوراً بارزاً في إدارة تشكيلة الأوراق المالية. وذلك تمييزاً لها عن ودائع وحدة الإستثمار التي لا يؤدي فيها الكفيل أو الأمين دوراً في هذا الشأن. وكنتيجة لذلك يتوقع أن تكون تكاليف بناء التشكيلة، وإدارتها أعلى في حالة شركات الإستثمار. ولم تقف التكاليف العالية حائلاً دون نمو تلك الشركات. ذلك أن معظم المستثمرين يعتقدون -أن مزايا الإدارة المستمرة للتشكيلة تفوق قيمة التكاليف المصاحبة. هذا وتنقسم شركات الإستثمار المدارة إلى شركات الإستثمار ذات النهاية المغلقة، وشركات الإستثمار ذات النهاية المفتوحة.

أ) شركات الإستثمار ذات النهاية المغلقة:

تشكل شركات الإستثمار ذات النهاية المغلقة "Closed-End Investment Companies" صناديق استثمار يطلق عليها الصناديق ذات النهاية المغلقة "Closed-End Funds" التي يخول لها المشرّع الحق

(٤) سوف يستخدم إصطلاح شركة الإستثمار ليعني شركة الإستثمار المدارة.

في إصدار أسهماً تباع للجمهور [٥]، إذ يتبع في إصدارها ذات الإجراءات التي تتبع في غيرها من الشركات، على النحو الذي سيعرض له الكتاب الثاني.

ولقد جاء مسمى هذا النوع من الشركات من أن عدد الأسهم التي تصدرها ثابت لا يتغير. يستثنى من ذلك حالتان نادرتا الحدوث: الحالة الأولى هي حالة قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها من السوق، على النحوالذي سنعرض له بعد قليل. أما الحالة الثانية فهي إصدار الشركة لأسهم جديدة. وعلى عكس شركات الإستثمار ذات النهاية المفتوحة التي سنعرض لها في هذا القسم، وودائع وحدة الإستثمار التي سبقت الإشارة إليها، لا تبدي شركات الإستثمار ذات النهاية المغلقة استعدادها لإعادة شراء أسهمها إذا ما رغب حاملها في التخلص منها.

فالطريق الوحيد المتاح لمن يرغب في بيع ما يملكه من تلك الأسهم أو من يرغب في شرائها بعد أن انتهى بنكير الإستثمار - الذي تولى إصدارها - من تصريفها، أن يصدر أمراً بذلك للسمسار الذي يتعامل معه. والذي يقوم بدوره بتنفيذ الأمر إما في السوق المنظمة (البورصة) التي يتداول فيها تلك الأسهم أو في السوق غير المنظمة التي يطلق عليها المعاملات عبر المنضدة "Over - the - Counter (OTC)" وذلك من خلال التجار وبيوت السمسرة التي يسمح لها بالتعامل في تلك الأسهم بيعاً وشراءاً وذلك على النحو الذي

(٥) سنفترض في هذا القسم أن الشركة تدير صندوقاً واحداً.

سنعرض له في الكتاب الثاني من هذه السلسلة.

وهذا لا يمنع من قيام الشركة بشراء أسهمها من السوق (المنظمة أو غير المنطمة) وإن كان ذلك أمراً نادراً. ومرهوناً بهبوط القيمة السوقية للسهم إلى مستوى أقل من قيمة الأصل الصافية التي يتم حسابها وفقاً للمعادلة (٣-١) شأنها. في ذلك شأن ودائع وحدة الإستثمار.

$$\text{قيمة الأصل الصافية} = \frac{\text{ص} - \text{خ}}{\text{ن}}$$

حيث ص تمثل القيمة السوقية للأصول أي القيمة السوقية للأوراق المالية التي استثمرت فيها الشركة مواردها. خ تمثل القيمة الدفترية للخصوم والتي قد تتمثل في قروض أو سندات مصدرة أو ما شابه ذلك. أما ن فتمثل عدد الأسهم العادية.

ويضيف المؤلف أنه لو كانت هناك أسهم ممتازة أصدرتها الشركة. حينئذ تحسب قيمة الأصل الصافية على النحو التالي [٦]:

$$\text{قيمة الأصل الصافية} = \frac{\text{ص} - \text{خ} - \text{م}}{\text{ن}} \qquad (\text{٣-١أ})$$

حيث م تمثل القيمة الإسمية للأسهم الممتازة.

---

(٦) قيمة الأصل الصافية يقصد بها دائما قيمة الأصل الصافية للسهم العادي.

ولتوضيح الفكرة وراء قرار الشركة بشراء أو عدم شراء أسهمها من السوق، دعنا نفترض أن قيمة الأصل الصافية هي ٥٠ جنيهاً لكل سهم، في الوقت الذي يشترى فيه السهم من السوق بقيمة قدرها ٤٠ جنيهاً. في ظل هذه الظروف قد يكون القرار الأمثل هو قيام المدير المسؤول ببيع حصة واحدة من الأوراق المالية المكونة للصندوق بسعر ٥٠ جنيهاً، ثم استخدام حصيلتها في شراء (استرداد) سهم واحد بسعر ٤٠ جنيهاً.

وإذا ما استخدم ما تبقى معه وقدره ١٠ جنيهات في شراء أوراق مالية لتضاف إلى الصندوق، حينئذ سوف ترتفع قيمة الأصل الصافية لكل سهم لصالح ما تبقى من مستثمرين. وبالطبع يتوقف مقداد الزيادة على عدد الأسهم المشتراة والتي تحقق من ورائها وفورات، كما يتوقف على سعر شراء السهم وعلى عدد الأسهم المتبقية.

هذا هو القرار الأمثل. ولكن أين ستجد الشركة مستثمراً مستعداً لدفع ٥٠ جنيهاً للحصول على سهم يباع في السوق بقيمة قدرها ٤٠ جنيهاً؟ بعبارة أخرى ليس أمام الشركة سوى استخدام ما لديها من نقدية فائضة في إعادة شراء الأسهم، كما يمكنها الحصول على قروض لتمويل عملية الشراء. غير أن هناك من يؤكد على أن إدارة الصندوق عادة ما تحجم عن شراء (استرداد) أسهمها بهذا الأسلوب حتى لو كان في ذلك التصرف مصلحة لحملة الأسهم. لماذا؟ لأن شراء الأسهم التي سبق إصدارها يعني

انخفاض قيمة الأصول الكلية "Total Asset Value". ونظراً لأن مكافأة الإدارة تحسب على أساس نسبة (حوالي ٥ر٪) من القيمة الكلية للأصول التي تديرها . فإن تصرفها المشار إليه يحمل في طياته انخفاض قيمة المكافأة المستحقة لها. هذا إلى جانب أن استمرار الإدارة في شراء (إسترداد) الأسهم إلى النهاية، يعني تحول إستثمارات الصندوق إلى أموال سائلة، ولا تصبح هناك حاجة إلى خدمات الإدارة. ولعل هذا السيناريو يذكر طلاب الإدارة المالية بتكلفة الوكالة، وكيف أن الإدارة قد لا تسعى في كثير من الأحيان إلى تعظيم ثروة المالكين وذلك لحماية مصالحها الشخصية.

وعلى الرغم من أن القيمة السوقية لسهم شركة الإستثمار قد تكون أعلى من قيمة الأصل الصافية لكل سهم، بما يعني أن السهم يباع بعلاوة "At Premium" فإن الغالب هو أن تكون القيمة السوقية للسهم أقل من قيمة الأصل الصافية. هذا التباين بين القيمتين هو حقيقة واقعة، لها تفسيران: أحدهما يفسر بيع السهم بخصم، والآخر يفسر بيع السهم بخصم وعلاوة.

يتلخص التفسير الأول في تراكم العبء الضريبي نتيجة للتحسن الذي قد يطرأ على القيمة السوقية لبعض الأوراق المالية التي يتكون منها الصندوق، والتي تنعكس بالتالي على القيمة التي يباع ويشترى بها السهم العادي للشركة (٧). فلو أن مستثمراً ما

(٧) الأصل أن تكون القيمة السوقية للسهم، مساوية للقيمة السوقية للأوراق المالية التي يتكون منها الصندوق مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، وذلك بفرض عدم وجود إلتزامات على الشركة.

اشترى السهم بقيمة تعادل قيمة الأصل الصافية لذلك السهم، والتي تعكس التحسن في القيمة السوقية لبعض الأوراق التي يتضمنها الصندوق، فإنه لا يكون قد استفاد شيئاً. ومع هذا فإنه عندما تباع تلك الأوراق وتدفع الشركة ضريبة على الأرباح الرأسمالية المحققة، فسوف يتحمل المستثمر المشار إليه جزءاً من تلك الضريبة. لذا، يصبح من المتوقع أن يحجم المستثمر عن شراء السهم بقيمة تعادل قيمة الأصل الصافية، ويصر على الحصول على خصم At "Discount" يعوضه عن الضريبة التي سوف يتكبدها جراء ذلك التحسن الذي يستفيد منه فقط حملة الأسهم القدامى. وما ينطبق على العبء الضريبي ينطبق أيضاً على عمولة السمسرة. بمعنى المستثمر لا يقبل شراء السهم إلا بقيمة تعادل قيمة الأصل الصافية مطروحاً منها عمولة السمسرة التي يجب أن يدفعها عند شراء السهم.

أما التفسير الثاني لتباين القيمة السوقية للسهم وقيمة الأصل الصافية، فيكمن في توقعات المستثمر ذاته. فإذا كانت التوقعات مشجعة في شأن كفاءة الإدارة وفي شأن سيولة السهم الذي اشتراه (إمكانية التصرف فيه بسرعة دون خسائر تذكر أو دون خسائر على الإطلاق) فسوف يرتفع الطلب على الأسهم المصدرة وترتفع معه القيمة السوقية للسهم، إلى مستوى يفوق قيمة الأصل الصافية ليباع السهم بعلاوة. ومن ناحية أخرى إذا كانت توقعات المستثمر في شأن كفادة الإدارة أو في شأن سيولة السهم غير مشجعة، فسوف ينخفض الطلب على الأسهم المصدرة

وتنخفض معه القيمة السوقية للسهم، إلى مستوى أقل من قيمة الأصل الصافية ليباع السهم بخصم [٨].

ونضيف إن شراء المستثمرين لأسهم شركات الإستثمار عندما تباع بخصم، هو من الإستراتيجيات الشائعة، خاصة وأن الخصم قد تصل نسبته إلى ٤٠٪ من قيمة الأصل الصافية. أما السبب فهو أنه عندما تنكمش قيمة الخصم (أي الفرق بين القيمة السوقية للسهم وقيمة الأصل الصافية) بمضي الوقت أو ترتفع القيمة السوقية للسهم ليتحول الخصم إلى علاوة، يجني المستثمر أرباحاً غير عادية.

ولتوضيح الفكرة دعنا نفترض أن قيمة الأصل الصافية للسهم هي ٣٠ جنيهاً، وأن السهم ذاته يباع في السوق بسعر ٢٨ جنيهاً. وإذا ما حدث تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة المكونة للصندوق، بحيث ارتفعت القيمة السوقية للسهم بمقدار جنيه واحد ليباع بمبلغ ٣١ جنيهاً، فسوف يحقق المستثمر الذي اشترى السهم بسعر ٢٨ دولاراً أرباحاً رأسمالية قدرها ثلاثة جنيهات (٣١ جنيهاً مطروحاً منها ٢٨جنيهاً) عن السهم الواحد. وإذا قارنا حالة المستثمر المذكور بحالة نظرية لمستثمر آخر، كان قد اشترى من السوق - مباشرة - وحدة من تشكيلة مماثلة لتشكيلة الأوراق المالية التي يتكون منها صندوق الإستثمار ذات النهاية المغلقة بمبلغ قدره

---

(٨) عندما ينخفض الطلب على ورقة مالية معينة يزداد هامش الربح الذي يطلبه التاجر من المستثمر الراغب في بيعها.

٣٠ جنيهاً. فإنه عندما ترتفع قيمة الوحدة إلى ٣١ جنيهاً. فإن أرباحه الرأسمالية لن تزيد عن جنيه واحد فقط (٣١ جنيهاً مطروحاً منها ٣٠ جنيهاً). وحتى لو لم ترتفع القيمة السوقية للتشكيلة وظل السهم يباع بخصم قدره جنيهان (٣٠ جنيهاً مطروحاً منها ٢٨ جنيهاً). فإنه إذا ما أجريت توزيعات للسهم قدرها ١٫٥ جنيه مثلاً. حينئذ يكون معدل العائد المتولد عن الإستثمار في أسهم الصندوق ٥٫٣٦٪ (١٫٥ ÷ ٢٨) في مقابل ٥٪ فقط (١٫٥ ÷ ٣٠) للمستثمر الذي اشترى مباشرة وحدة من تشكيلة تتكون من الأسهم ذاتها التي يتكون منها صندوق الإستثمار.

هذا ويطلق على أسهم شركات الإستثمار ذات النهاية المغلقة بالصناديق ذات التداول العام "Publicly-Traded Funds". التي تنشر قيمتها السوقية يومياً في صحف المال. أما قيمة الأصل الصافية فتنشر في جريدة وول ستريت "The Wall Street Journal" كل يوم إثنين. إذ يجد فيها المستثمر القيمة السوقية للسهم وقيمة الأصل الصافية. أما الفرق بينهما فيوضح ما إذا كان السهم يباع بعلاوة أو بخصم وذلك على النحو الموضح في جدول ٣-١. مع ملاحظة أن القيمة السوقية للسهم تمثل آخر سعر بيع به السهم "Asked Price" في يوم الجمعة السابقة (نهاية الأسبوع في الولايات المتحدة الأمريكية).

جـــــدول ٣-١

الكيفية التي تنشر فيها الأسعار في صحيفة وول ستريت للصناديق ذات النهاية المغلقة

PUBLICITY TRADED FUNDS

PUBLICLY TRADED FUNDS

Friday, February 12, 1993

Following is a weekly listing of unaudited net asset values of publicly traded investment fund shares, reported by the companies as of Friday's close. Also shown is the closing listed market price or a dealer-to-dealer asked price of each fund's shares, with the percentage of difference.

Fund Name	Stock Exch.	N.A. Value	Stock Price	% Diff.
Diversified Common Stock Funds				
Adams Express	NYSE	20.78	20 5/8	− 8.36
Allmon Trust	NYSE	10.35	9 7/8	− 4.59
Baker Fentress	NYSE	21.16	18 1/8	− 14.34
Blue Chip Value	NYSE	7.95	8	+ 0.63
Gemini II Capital	NYSE	20.40	17 7/8	− 12.38
Gemini II Income	NYSE	9.30	12 1/4	+ 31.72
General Amer Invest	NYSE	26.80	28 1/2	+ 6.34
Jundt Growth Fd	NYSE	15.10	14 3/8	− 4.80
Liberty All-Star Eqty	NYSE	10.88	11	+ 1.10
Quest For Value Cap	NYSE	27.31	24 7/8	− 8.92
Quest For Value Inco	NYSE	11.57	13 3/8	+ 15.60
Royce Value Trust	NYSE	13.11	12 5/8	− 3.70
Salomon Fd	NYSE	15.27	13 3/8	− 12.41
Source Capital	NYSE	a42.91	48 1/2	+ 13.03
Tri-Continental Corp.	NYSE	28.57	25 3/4	− 9.87
Worldwide Value	NYSE	14.64	12 5/8	− 13.76
Zweig Fund	NYSE	11.30	12 7/8	+ 13.94
Closed End Bond Funds				
CIM High Yield Secs	AMEX	7.79	7 3/4	− 0.51
Flexible Portfolio Funds				
America's All Seasn	OTC	4.83	4	− 17.18
Zweig Total Return Fd	NYSE	9.13	10 1/2	+ 15.01
Loan Participation Funds				
Pilgrim Prime Rate	NYSE	10.03	9 1/8	− 9.02
Specialized Equity and Convertible Funds				
Alliance Global Env Fd	NYSE	11.55	10 1/8	− 12.34
American Capital Conv	NYSE	24.25	21 1/2	− 11.34
Argentina Fd	NYSE	9.41	10 3/8	+ 10.26
ASA Ltd	NYSE	bc33.42	36 7/8	+ 10.34
Asia Pacific	NYSE	13.38	12 5/8	− 5.64
Austria Fund	NYSE	7.70	7 1/2	− 2.60
Bancroft Convertible	AMEX	23.15	21 3/8	− 7.67
Bergstrom Capital	AMEX	96.50	120 5/8	+ 25.00
BGR Precious Metals	TOR	be8.83	6 7/8	− 22.14
Brazil	NYSE	b14.69	14 1/2	− 1.29
Brazilian Equity Fd	NYSE	b9.95	10 3/8	+ 4.27

هذا ويمكن لشركة الإستثمار ذات النهاية المغلقة أن تصدر سندات وأسهم ممتازة. يكون لحملتها الأولوية على حملة الأسهم العادية من حيث الحصول على مستحقاتهم. إلا أنه على عكس المنشآت الأخرى، يندر أن يخصص جزء من أصول شركة الإستثمار لضمان مستحقات حملة السندات. كما لا يعطى لحملة تلك السندات الحق في وضع قيود على تصرفات الإدارة. وتعطى هذه السمة المميزة مرونة لإدارة الصندوق، التي يمكنها أن تبيع أجزاءً من التشكيلة وتشتري غيرها دون قيود من حملة تلك السندات. ويضع قانون شركات الإستثمار الأمريكي الصادر عام ١٩٤٠ "Investment Comapany Act" حداً أقصى لما يمكن أن يصدر من تلك الأوراق. فقيمة أصول الصندوق ينبغي أن تمثل ٣٠٠٪ على الأقل من قيمة السندات المصدرة، ٢٠٠٪ من قيمة الأسهم الممتازة المصدرة.

إن إضافة الأسهم الممتازة والسندات إلى هيكل رأس المال، يمكن أن يؤدي إلى زيادة العائد المتولد عن إستثمارات الصندوق، وهو ما يترك أثره الإيجابي على القيمة السوقية للسهم. غير أن العكس يمكن أن يحدث. حقاً ترتفع القيمة السوقية للسهم عندما يكون معدل العائد على الإستثمار الذي يحققه الصندوق يفوق معدل الكوبون على السندات والأسهم الممتازة، إلا أنه إذا كان معدل العائد على الإستثمار أقل من معدل الكوبون على السندات والأسهم الممتازة، فإن انخفاض القيمة السوقية للسهم تكون النتيجة المتوقعة، تطبيقاً لمفهوم المتاجرة بالملكية أو ما يطلق عليه بالرفع المالي، الذي عادة ما تعرض له المؤلفات في الإدارة المالية.

وينظر إلى ثبات هيكل رأس مال شركة الإستثمار أي ثبات حجم الأسهم المصدرة، وكذا عدم إبداء الشركة استعدادها لإعادة ما سبق أن أصدرته من أسهم، على أنهما سمتان مثلتا قيوداً على نمو هذا النوع من الشركات. ومن ناحية أخرى فإن ما تتميز به شركات الإستثمار ذات النهاية المفتوحة، من حيث استعدادها الدائم لإعادة شراء ما سبق أن أصدرته من أسهم- كما سنشير فيما بعد - قد أملى عليها ضرورة الاحتفاظ بمستوى سيولة يمكنها من الاضطلاع بتلك المسؤولية.

ومن السمات الأخرى المميزة لشركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة، أنه لا يوجد تاريخ محدد مسبقاً لانقضاء الشركة. وأن التوزيعات والفوائد المحصلة إضافة إلى الأرباح الرأسمالية المحققة، يتم توزيعها بالكامل على حاملي الأسهم. ومع هذا فإن معظم الشركات تسمح بل وتشجع على إعادة إستثمار تلك العوائد في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية، يتحدد عددها بناءً على قيمة الأصل الصافية لكل سهم، وليس على القيمة السوقية للسهم. فلو أن إحدى شركات الإستثمار ذات النهاية المغلقة قد أعلنت عن توزيعات قدرها جنيهان لكل سهم، وكانت القيمة الصافية للأصل للسهم الواحد هي ٢٠ جنيهاً، فإن المستثمر الذي يمتلك ٥٠ سهماً يكون له الخيار بين الحصول على ١٠٠ جنيه (٥٠ سهماً × ٢ جنيه) أو الحصول على ٥ أسهم إضافية (١٠٠ جنيه ÷ ٢٠ جنيهاً)= بصرف النظر عن القيمة السوقية التي يكون قد بلغها سعر السهم . وإذا ما أراد المستثمر حساب معدل العائد على

الإستثمار في أسهم شركات الإستثمار ذات النهاية المغلقة. فيمكنه ذلك من خلال المعادلة ٣-٢ .

$$\text{معدل العائد على الإستثمار} = \frac{\text{س}^* - \text{س} + \text{ت}}{\text{س}}$$

حيث س *. س تمثلان قيمة الأصول الصافية في نهاية المدة وفي أول المدة على التولي. أما ت فتمثل التوزيعات التي حصل عليها المستثمر خلال المدة التي يحسب عنها المعدل.

ب) شركات الإستثمار ذات النهاية المفتوحة:

تدير شركات الإستثمار ذات النهاية المفتوحة "Open-End Investment Companies" عدداً من صناديق الإستثمار يطلق عليها الصناديق المشتركة "Mutual Funds" وقد جاءت عبارة النهاية المفتوحة من أن حجم الأموال المستثمرة في الصندوق غير محدد. ذلك أنه يجوز للشركة إصدار المزيد من الأسهم العادية وبيعها. وإن كان لا يجوز لها إصدار سندات. وعلى عكس شركات الإستثمار ذات النهاية المغلقة. لا تتداول أسهم الشركات ذات النهاية المفتوحة بين الأفراد. بل تقف الشركة نفسها على استعداد دائم لإعادة شراء ما سبق أن أصدرته من أسهم، أو لإصدار المزيد منها لتلبية احتياجات المستثمرين. وهو ما تسعى إليه الإدارة. وذلك طالما أن ما تحصل عليه من أتعاب يحسب على أساس القيمة الكلية للأموال المستثمرة في الصندوق.

هذا يعني ضمنياً أن أسهم تلك الشركات لا تتداول في أسواق رأس المال المنظمة وغير المنظمة ومن ثم لا تسجل أسهمها في تلك الأسواق. وبالتالي لا تكون لها قيمة سوقية. كما لا يوجد مجال للمساومة بشأن السعر. فالسعر الذي تشتري به الشركة أسهمها عادة ما يساوي قيمة الأصل الصافية للسهم. أما السعر الذي يباع به السهم فيساوي أيضاً قيمة الأصل الصافية للسهم إذا لم تكن هناك مصروفات شراء. أما إذا كان هناك مصروفات للشراء فإن سعر السهم سوف يساوي قيمة الأصل الصافية مضافاً إليها قيمة تلك المصروفات. وعادة ما تقوم الشركة بحساب قيمة الأصل الصافية يومياً. أو حتى مرتين في اليوم الواحد. ويتم الحساب على أساس القيمة السوقية للأوراق المالية التي يشتمل عليها صندوق الإستثمار. وقت إجراء الحساب. وفي بعض الشركات يتم حساب قيمة الأصل الصافية على أساس القيمة السوقية لحظة إبرام صفقة البيع أو الشراء . ولتوضيح كيفية حساب قيمة الأصل الصافية في ظل إبرام صفقات البيع والشراء. سوف نفترض أن الميزانية العمومية لشركة استثمار معينة هي على النحو الموضح في جدول ٣-٢.

فلو أن عدد الأسهم التي في حوزة الجمهور "Outstanding" هي ١٠٠ ألف سهم. فإن قيمة الأصل الصافية للسهم الواحد تصبح ٥٠ جنيهاً (٥٠ مليون جنيه ÷ ١٠٠ ألف سهم) وذلك تطبيقاً للمعادلة ٣-١ التي سبقت الإشارة إليها.

$$\text{قيمة الأصل الصافية للسهم} = \frac{٦٦٠٠ - ١٦٠٠}{١٠٠} = ٥٠ \text{ جنيه}$$

جـــــــدول ٣-٢

المیزانیة العمومیة لشرکة الإستثمار

في لحظة معینة في یوما ما

(القیمة بآلاف الجنیهات)

القیمة السوقیة للأوراق المالیة المکونة للتشکیلة	٥٤٠٠
نقدیة	٤٠٠
أوراق قبض	٨٠٠
القیمة السوقیة للأصول	٦٦٠٠
خصوم متداولة	١٦٠٠
القیمة السوقیة لحقوق الملکیة	٥٠٠٠
القیمة السوقیة للخصوم	٦٦٠٠

ولو أن الشرکة أصدرت ٨٠٠٠ سهماً جدیداً وباعتها بسعر یعادل قیمة الأصل الصافیة للسهم أي بمبلغ ٤٠٠ ألف جنیه (٨٠٠٠ سهم x ٥٠ جنیهاً) فإن قیمة الأصل الصافیة سوف تظل ٥٠ جنیهاً للسهم. کما تظل قیمة الأصل الصافیة على ما هي علیه لو استردت الشرکة عدداً من الأسهم بسعر یعادل قیمة الأصل الصافیة. تطبیقاً للمعادلة٣ – ١ أیضاً. أما لو انخفضت القیمة السوقیة للأوراق المالیة المکونة للتشکیلة إلى ٥٠٠٠ ألف جنیه بدلاً من ٥٤٠٠ ألف جنیه. حینئذ تنخفض قیمة الأصل الصافیة إلي ٤٦ جنیهاً. والعکس یمکن أن یحدث لو ارتفعت القیمة السوقیة للأوراق المالیة التي تتضمنها التشکیلة.

$$\text{قيمة الأصل الصافية} = \frac{٦٢٠٠ - ١٦٠٠}{١٠٠} = ٤٦ \text{ جنيهاً}$$

ومما يذكر أن شركات الإستثمار في الولايات المتحدة عادة ما تنشر أسعار الشراء "Bid Price" وأسعار البيع "Ask Price or Offer Price" لأسهمها في صحيفة وول ستريت. ويتمثل سعر البيع كما سبق أن ذكرنا في قيمة الأصل الصافية للسهم، وذلك بالنسبة للصناديق التي لا يتحمل المستثمر فيها مصروفات شراء "Loading Fees" والتي تميز بالحرفين "NL" أي "No Loading Fees". أما بالنسبة لسعر البيع للصناديق التي يتحمل فيها المستثمر مصروفات شراء فتساوي قيمة الأصل الصافية مقسومة على (١- نسبة تكاليف الشراء التي يتحملها المستثمر). ويصور جدول ٣-٣ الكيفية التي تنشر بها تلك الأسعار في صحيفة وول ستريت.

وتنقسم شركات الإستثمار ذات النهاية المفتوحة إلى شركات تقوم بتسويق إصداراتها من الأسهم من خلال منافذ توزيع (رجال بيع أو بيوت السمسرة) في مقابل رسوم شراء يدفعها المستثمر "Loading Funds" وشركات تقوم بتسويق أسهمها من خلال الإعلان عنها في وسائل الإعلان أو بالبريد. ومن ثم لا يتحمل المستثمر رسوماً للشراء [٩] "No-Loading Funds". وبالنسبة للنوع الأول عاد

---

(٩) كما ذكرنا يقوم التحليل على فرض أن شركة الإستثمار تدير صندوق واحد. أما في الحالات التي تدير فيه الشركة أكثر من صندوق، فحينئذ قد تكون هناك صناديق يتم التسويق فيها من خلال منافذ توزيع. وصناديق أخرى لا يستعان فيها بمنافذ توزيع حيث تقوم إدارة الصندوق بتولي المهمة بنفسها.

جدول ٣-٣

الكيفية التي يعلن فيها عن أسعار الأسهم

للصناديق ذات النهاية المفتوحة

MUTUAL FUNDS

Friday, February 12, 1993.

Prices for U.S. investment companies, as quoted by the National Association of Securities Dealers. NAV stands for net asset value per share; the offering price includes net asset value plus maximum sales charge, if any. NL means there's no sales charge.

	NAV	Wkly. Chg.
AAL Mutual:		
Bond p	10.48	−.03
CapGro p	14.71	...
MunBd p	10.87	+.04
AARP Invst:		
CapGr n	32.53	−.80
GinleM n	16.07	−.06
GrwInc n	30.18	−.19
HQ Bd n	16.35	−.01
TxFBd n	18.00	+.06
ABT Funds:		
Emerg p	12.61	−.36
FL TF	11.08	+.05
GwthIn p	11.06	−.09
UtilInc p	13.40	+.03
AHA Funds:		
Balan n	12.41	−.13
Full	10.49	−.03
Lim	10.46	−.02
AIM Funds:		
AdjGv p	9.87	...
Chart p	8.70	−.11
Constl p	14.99	−.46
ConvYd p	14.52	−.18
HiYld p	5.70	−.03
IntlE p	9.01	+.01
LimMtTr p	10.20	−.01
Summit	9.68	−.22
TF Int	10.72	+.01
WeingEq p	16.99	−.33
AIM Funds C:		
DivGrA n	10.20	−.15
EqIdxA n	10.39	−.09
FocGrA	....	...
ShtDur	....	...
SIBdA n	20.24	−.02
SmCoInA n	10.39	−.09
USGvA	....	...
USTIdxA	20.43	...
Benham Group:		
AdjGov n	10.02	−.02
CaTFI n	11.09	+.01
CaTFIn n	10.15	+.04
CaTFS n	10.26	+.01
CalTFH n	9.22	+.02
CalTFL n	11.40	+.03
EqGro n	11.90	−.02
EurBd n	9.97	−.04
GNMA n	10.90	−.04
GoldIn n	7.99	+.31
IncGro n	14.35	−.06
NITFI n	10.88	+.01
NITFL n	11.66	+.06
Tar1995 n	90.31	−.17
Tar2000 n	64.08	−.58
Tar2005 n	43.33	−.36
Tar2010 n	30.83	−.07
Tar2015 n	22.69	+.23
Tar2020 n	15.50	+.17
TNote n	10.62	−.04
Berger Group:		
100 n	13.73	−.49
Strat t	14.74	−.23
TaxEx	12.04	+.04
US Gvt t	9.39	−.04
Util nt	13.89	+.03
ValAd t	18.74	−.24
WWInc	9.06	+.05
WldWd t	14.08	−.04
TC Cor t	10.77	−.24
TC Lat t	9.48	−.15
TCNorfp	10.13	...
Delaware Group:		
Trend p	13.36	−.30
Value p	18.62	−.15
Delcap p	23.85	−.58
Dectrl	17.06	−.13
DectrII p	13.47	−.16
Delawre np	18.72	−.09
Delch p	6.92	+.01
USGovt p	9.00	−.02
Treas p	10.10	−.03
TxUS p	12.25	+.05
TxIns p	11.40	+.04
TxFrPa p	8.49	+.03
Dimensional Fds:		
US Lrg	13.45	−.12
US Small n	7.84	−.03
US 6-10 n	11.05	−.08
Japan n	18.63	+.36
UK n	18.09	−.46
Cont n	11.05	−.02
Fixd n	102.29	−.27

ما لا يقل الحد الأدنى لرسوم الشراء عن ١٪ من قيمة الأصول الصافية. غير أنها ترتفع كلما انخفضت قيمة الصفقة وإن كانت لا تتعدى نسبتها في ظل القانون الأمريكي عن ٨ر٥٪ . إلا أن اما تجدر الإشارة إليه أن النسبة الفعلية لتلك الرسوم عادة ما تزيد على ذلك، طالما أن مصروفات الشراء تخصم من أصل المبلغ المستثمر. فالمستثمر الذي يرغب ١٠٠٠ جنيه، قد تخصم منه مصاريف شراء قدرها ٨٥ جنيهاً. ليتبقى ٩١٥ جنيهاً تستثمر في شراء الأسهم[١٠].

هذا ولا تقتصر مهمة منفذ التوزيع على تسويق الأسهم. بل تمتد إلى مساعدة المستثمر في التخطيط المالي لموارده. وفي اختيار صندوق الإستثمار الذي يناسب ظروفه. كما تتضمن المهمة تزويد المستثمر بالمنشور "Prospectus" أي صحيفة التسجيل التي تتضمن معلومات عن طبيعة نشاط الشركة. وأسماء أعضاء مجلس الإدارة وكبار المديرين. ونسخة من عقد تأسيس الشركة ولوائحها. وما شابه ذلك.

وبالطبع لو أن الشركة من النوع الذي يسوق أسهمه مباشرة - عادة من خلال وسائل الإعلام - فلن يكون هناك محل لرسوم أو مصاريف الشراء. ومن ثم لا يخصم شيء من المبلغ المراد إستثماره. غير أن ما تجدر ملاحظته أن تلك الشركات عادة ما تفرض رسوم

---

(١٠) تختلف رسوم أو مصاريف الشراء عن عمولة السمسرة. فمصروفات الشراء على عكس عمولة السمسرة تخصم من المبلغ المراد إستثماره.

استـرداد أو تصفيـة "Redemption or Liquidation Fees" إذا مـا رغب المسـتـثمـر فـي التـخلص مما يملكه مـن أسـهم. وتتـراوح نسـبـة تلك الرسوم مـا بين ١٪، ٨٪ من قيمـة الأصل الصافـية وذلك اعتـماداً على مدة الاحتفاظ بالسـهم.

فمـثلاً المستـثمر الذي يرغب فـي التـخلـص من السـهم بعـد شرائه بثلاثة شهـور، قد يتكبد رسوم اسـترداد بمعدل ٦٪ .أما المستـثمر الذي يعرض السـهم للبيع بعـد احتفاظه به لمدة خمس سنوات أو أكثر، فقد لا يتكبد رسـوماً على الإطلاق. ولقد أخذت بعض شـركات الإستـثـمار ذات النهاية المفـتوحـة موقفـاً وسـطاً. فهي تقوم بالـتسويق المبـاشر لأسـهـمها من خلال رجـال بيع تابعين لها، فـي مقـابل تحمل المستـثـمر لمصروفات شـراء لا تتجاوز نسبتـها عن ٢٪ من قيمة الأصل الصـافية. بل وقـد عمـدت بعض بيـوت السمـسـرة وشركـات التـأمين التي تدير صناديقَ الإستثمار، إلـى عدم تحميل المستثمر لأي مـصروفات مقابل أداء تلك الخدمة، وذلك سعـياً منها لجذب المزيد من المستـثمرين والمحافظة عليـهم. هذا وسـوف نعـرض فـي القـسـم الربع من الفـصل الرابع لكيفيـة حساب معدل العـائد على الإستـثمـار للصناديق ذات النهاية المفتوحة.

تصنيف صناديق الإستثمار :

عادة ما تشكل شركة الإستثمار عدداً من الصناديق، يدير كل منها فريق إدارة مستقل. ويمكن تصنيف تلك الصناديق على أساس تشكيلة الأوراق المالية المكونة لها. كما يمكن تصنيفها على أساس هدف الصندوق، والذي عادة ما يحدد بطريقة تلائم فئة معينة من المستثمرين.

تصنيف صناديق الإستثمار وفقاً لمكونات التشكيلة:

يشير ريلي إلى إمكانية تصنيف تشكيلة الأوراق المالية المكونة لصناديق الإستثمار في أربع مجموعات: صناديق أسهم عادية، وصناديق سندات، وصناديق متوازنة، ثم صناديق سوق النقد.

١) صناديق الأسهم العادية:

على الرغم من أن صناديق الأسهم العادية "Common Stock Funds" تشتمل فقط على أسهم عادية، فإنها تختلف فيما بينها باختلاف سمات تلك الأسهم. فهناك الصناديق التي تركز على الأسهم العادية التي تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو، وهناك صناديق تركز على الأسهم التي تصدرها المنشآت العاملة في صناعة معينة بل وربما المنشآت العاملة في منطقة جغرافية معينة ... وهكذا. لذا، فإن القرار الأولى الذي ينبغي أن يتخذه المستثمر هو ما إذا كان يرغب في استثمار أمواله في أسهم عادية أم لا؟. وإذا

كانت الإجابة بنعم، حنيئذ يصبح قراره التالي هو اختيار نوعية الأسهم التي يفضلها.

ويمكن أن نميز في هذا الصدد بين نوعين من الصناديق: صناديق تدار باستمرارية ويقظة، وصناديق لا تحظى سوى بقدر ضئيل من اهتمام الإدارة. ويقصد بالصناديق التي تدار باستمرارية ويقظة "Managed Actively Funds" تلك التي تسعى إدارتها إلى البحث عن الأسهم التي تتداول في السوق بسعر يزيد أو يقل عن قيمتها الحقيقية "IntrinsicValue". لتتخلص من تلك التي يزيد سعرها عن قيمتها الحقيقية، ولتشتري تلك التي يقل سعرها عن قيمتها الحقيقية. أما الصناديق التي تحظى بقدر ضئيل من الإدارة "Passively Managed Funds" فهي تلك التي لا تبذل الإدارة من جانبها مجهوداً يذكر لإختيار التشكيلة التي تتضمنها. فهي تسعى إلى تحقيق عائد يماثل العائد على محفظة السوق. ومن ثم فإنها تكتفي بتشكيل مكونات الصندوق من تشكيلة الأوراق المالية ذاتها (الأسهم) التي يتكون منها أحد مؤشرات السوق [11] ويطلق على هذا الصندوق بصندوق المؤشر "Index Funds".

وتقوم فكرة صناديق المؤشرات على فرض أن السوق كفء، بمعنى أن سعر السهم في السوق يعكس كافة المعلومات المتاحة التي لها أثر على قيمته السوقية. وفي ظل هذا الفرض لن يكون هناك سهم يباع

---

(١١) للمزيد عن تلك المؤشرات ومكوناتها، يمكن للقارىء الرجوع إلى كتاب الأوراق المالية وأسواق رأس المال، للمؤلف.

بسعر أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية، ولن يكون من الجدي لإدارة صندوق الإستثمار أن تبذل الجهد وتنفق المال للبحث عن الأسهم التي تباع بسعر أقل أو أكثر من قيمتها الحقيقية.

غير أنه قد يصعب على إدارة الصندوق المحافظة على مكونات التشكيلة، بذات النسب التي تتكون منها تشكيلة المؤشر المستهدف. أما السبب فهو أن الموارد المالية تأتي للصندوق بصفة مستمرة. وفي ظل صندوق يتكون من أسهم تصدرها ٥٠٠ منشأة مثلاً، قد لا يكون من الاقتصاد في شيء توزيع الموارد الجديدة – التي تصل يومياً – على شراء ٥٠٠ مجموعة من الأسهم، وبذات النسب التي يتكون منها المؤشر المستهدف. وتزداد صعوبة المسألة عندما تكون الموارد المتوافرة في يوم ماقليلة نسبياً.

٢) صناديق السندات:

يقصد بصناديق السندات "Bond Fund" تلك التي تتكون من سندات فقط. وفي هذا الصدد توجد صناديق تتكون من تشكيلة من سندات تصدرها منشآت الأعمال وبعض السندات التي تصدرها الحكومة، بشكل يتسنى معه خدمة قطاع معين من المستثمرين. وهناك الصناديق التي تتكون من سندات مرتفعة الجودة، التي تولد عائداً منخفضاً نسبياً ولكنها تنطوي على مستوى منخفض من المخاطر، بما يتناسب مع ظروف المستثمر غير الراغب أو غير القادر على تحمل المخاطر. كذلك هناك الصناديق المختلطة أي تلك التي تشتمل على مجموعات من السندات تتباين من حيث الجودة، وتتباين معها

المخاطر والعائد المتولد، بما يتناسب مع فئات مختلفة من المستثمرين، الذين تختلف رغبتهم وقدرتهم على تحمل المخاطر.

ولا يقتصر الأمر على تلك الصناديق، فهناك كذلك الصناديق التي تتكون فقط من سندات تصدرها الحكومات المحلية، كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية. وتتميز تلك الصناديق بأن عائدها معفي من الضريبة . وأنها تتيح للمستثمر فرصة الحصول على نصيبه من العائد على أساس شهري . هذا ويبلغ الحد الأدنى للإستثمار في مثل هذه الصناديق ٥٠٠٠ دولار.

٣) الصناديق المتوازنة:

يقصد بالصناديق المتوازنة "Balanced Funds" تلك التي تشتمل على مزيج من أسهم عادية وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت . مثل السندات التي تصدرها الحكومة ومنشآت الأعمال، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، والأسهم الممتازة. لذا، يطلق عليه أيضاً الصناديق المنوعة "Diversified Funds". وبالطبع تختلف نسبة الأسهم العادية باختلاف الأهداف المحددة للصندوق . فعندما يكون من بين الأهداف تحقيق عائد مرتفع نسبياً مع الرغبة في تحمل مخاطر متوسطة نسبياً، يتوقع أن ترتفع - إلى حد ما - نسبة الأموال التي يستثمرها الصندوق في الأسهم العادية. أما عندما يكون في مقدمة الأهداف تحمل المستثمر لحد أدنى من المخاطر، حينئذ ترتفع نسبة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، وذلك على حساب الإستثمار في الأسهم العادية.

٤) صناديـق سـوق النقـد:

يقصد بصناديق سوق النقد "Money Market Funds" تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل، التي عادة ما تتداول في سوق النقد، أي من خلال مؤسسات مالية كالمصارف التجارية، إضافة إلى بيوت السمسرة المتخصصة في التعامل في تلك الأوراق. ومن الأمثلة على الأوراق المالية قصيرة الأجل أذونات الخزانة، وشهادات الإيداع (الإستثمار)، والكمبيالات المصرفية. ولقد ظهرت تلك الصناديق لأول مرة في الولايات المتحدة عام ١٩٧٣، وذلك عندما وصل العائد المتولد عن الإستثمار في تلك الأوراق مستوى مرتفعاً لم يسبق لها الوصول إليه.

وإذا ما تأمل القارىء السمات المميزة لتلك الصناديق، لاتضح أنها تستجيب لاحتياجات المستثمرين الذين يضعون هدف السيولة والأمان في مقدمة أهدافهم الإستثمارية. فالصندوق يتكون من أوراق مالية لا يتجاوز تاريخ استحقاقها عن سنة، كما أنها أوراق صادرة عن الحكومة أو المؤسسات المالية، وهي جهات تأتي الأوراق المالية الصادرة عنها في مقدمة الأوراق مرتفعة الجودة. لذا، فقد نجحت تلك الصناديق في جذب المستثمر المحافظ الذي كان عادة ما يفضل استثمار أمواله من خلال الودائع المصرفية. أما السبب فهو أنها تدر في غالبية الأحيان، عائداً يفوق الحد الأقصى لسعر الفائدة المقرر على الودائع، في الوقت الذي لا يتحمل فيه المستثمر تكاليف لشراء حصص الصندوق "No-Load Fund".

يضاف إلى ذلك أن هذا النوع من الصناديق يعطي للمستثمر الحق في السحب منها في أي وقت دون تعرضه للغرامة. بل ويمكنه تحرير شيكات في مقابلها. ولكن كيف له ذلك؟ تبرم إدارة الصندوق اتفاقاً مع أحد المصارف في هذا الشأن. وذلك في مقابل قيام المستثمر برد عدد من الأسهم التي يملكها تساوي في قيمتها قيمة المبلغ المسحوب. كل ذلك بشرط أن لا يقل المبلغ المسحوب عن حد معين تقرره إدارة الصندوق . وعادة ما يكون الحد الأدنى للمشاركة في أموال تلك الصناديق كبيراً نسبياً. ففي الولايات المتحدة الأمريكية قد يصل الحد الأدنى إلى ١٠٠٠٠ دولار. هذا وتصدر صحيفة وول ستريت في كل يوم إثنين من كل اسبوع قسماً خاصاً عن صناديق سوق النقد في الولايات المتحدة. يتضمن متوسط تواريخ الإستحقاق للتشكيلات (المحافظ) التي تتكون منها الصناديق المختلفة. متوسط العائد على الإستثمار لكل صندوق.

ونضيف إلى ما سبق ذكره أنواع أخرى من الصناديق. من بينها الصناديق التي تتكون من سندات وأسهم ممتازة "Bond and Preferred Stock Funds" والصناديق التي تتكون من إستثمارات في صناديق استثمار أخرى "Mutual Funds" وهناك أيضاً الصناديق ذات السمات الخاصة "Specialty or Sector Funds" وهي صناديق تتكون من أوراق مالية للمنشآت التابعة لصناعة معينة. أو من أوراق مالية لمنشآت تجمعها سمات مشتركة مثل صناديق الأوراق المالية للمنشآت صغيرة الحجم. أو المنشآت التي في مرحلة النمو. أما صناديق الأداء "Performance (Go-Go) Funds" فهي صناديق هجومية تخضع

تشكيلاتها للتغيير والتبديل المستمر. فإدارة مثل هذه الصناديق لا تتردد في التخلص من أسهم منشأة معينة، إذا ما حدث تحسن - ولو طفيف نسبياً - في قيمتها السوقية، إذا كان ذلك من شأنه تحقيق أرباح رأسمالية صافية مهما تضاءل حجمها.

تصنيف صناديق الإستثمار وفقاً للأهداف المقررة:

يتحدد هدف صندوق الإستثمار بطريقة تجذب له فئة معينة من المستثمرين. ويمكن أن نميز بين أربعة أهداف أساسية، هي: النمو، والدخل، والدخل والنمو، وإدارة الضريبة. إضافة إلى الصناديق ذات الأهداف المزدوجة .

١) صناديق النمو:

يهدف القائمون على إدارة صناديق النمو "Growth Funds" إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق. لذا، عادة ما تشتمل تلك الصناديق على أسهم عادية للمنشآت التابعة لصناعات تتسم بدرجة عالية من النمو، بل وربما لمنشآت معينة - في داخل تلك الصناعات - تظهر سجلاتها نمواً مضطرداً في المبيعات، وفي الأرباح المحتجزة التي تنعكس آثارها على القيمة السوقية للسهم، أي على نمو الأموال المستثمرة. وبإعادة استثمار الأرباح المحتجزة يتولد المزيد من الأرباح التي يعاد استثمارها مرة أخرى، لتنعكس على القيمة السوقية للسهم وهكذا. وعادة ما تناسب تلك الصناديق المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد

مرتفع. في الوقت الذي يخضعون فيه لشريحة ضريبة عالية. خاصة في ظل نظام يكون معدل الضريبة فيه على التوزيعات والفوائد (الربح الإيرادي)مرتفعاً عن معدل الضريبة على الربح الرأسمالي (أي الربح الناجم عن بيع الإستثمار بقيمة أكبر من القيمة الذي سبق أن أشتري به). كما قد تناسب تلك الصناديق كذلك المستثمرين الذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم فيها لتغطية نفقات معيشتهم.

٢) صناديق الدخل:

تناسب صناديق الدخل "Income Funds" أولئك المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم. لذا. عادة ما تشتمل التشكيلة على سندات وأسهم منشآت كبيرة ومستقرة "Blue-Chip" توزع الجانب الأكبر من الأرباح المتولدة. مثل هؤلاء المستثمرين عادة ما يخضعون لشريحة ضريبية صغيرة. أو ربما لا يخضعون للضريبة على الإطلاق. وهو ما يعني عدم اهتمامهم بالفرق بين معدل الضريبة على التوزيعات والفوائد ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية.

٣) صناديق الدخل والنمو:

تستهدف صناديق الدخل والنمو "Partially Income, Partially Growth Funds" أولئك المستثمرين الذين يعتمدون جزئياً على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء المعيشة. ويرغبون في الوقت نفسه تحقيق قدر من النمو المضطرد لاستثماراتهم. مثل هذه الصناديق عادة ما تتكون من تشكيلة من الأسهم العادية والأوراق المالية ذات الدخل

الثابت (الصناديق المتوازنة). وعادة ما تمثل الأسهم العادية بتشكيلة واسعة قد تتضمن أسهم منشآت الخدمة العامة (مياه، كهرباء، هاتف ..) في مناطق تتسم بمعدل مرتفع للنمو السكاني. ويمكن التمييز في هذا الصدد بين صناديق الدخل والنمو "Income - Growth" التي تعطي فيها الأولوية لهدف الدخل وصناديق النمو والدخل "Growth - Income" التي تعطي فيها الأولوية لهدف النمو.

٤) صناديق إدارة الضريبة:

يقصد بصناديق إدارة الضريبة "Tax-Managed Funds" تلك الصناديق التي لا تجري توزيعات على المستثمرين، بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح، في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها. وبالطبع ليس هناك محل لدفع الضريبة طالما لم يحصل المستثمر على التوزيعات نقداً. فالضريبة تستحق فقط عند بيع الأسهم، أما وعاؤها فهو الفرق بين حصيلة البيع والمبلغ الأصلي المستثمر. هذا النوع من الصناديق ربما يلائم المستثمر الذي يرغب في تأجيل دفع الضريبة إلى سنوات لاحقة. كما قد يلائم المستثمر الذي يخضع لشريحة ضريبية عالية، في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل الضريبة على الربح الإيرادي أكبر من مثيله على الربح الرأسمالي.

٥) الصناديق ذات الأهداف المزدوجة:

الصناديق ذات الأهداف المزدوجة "Dual-Purpose Funds or Dual Funds" هي نوع خاص من الصناديق ذات النهاية المغلقة، التي يمكنها

تلبية احتياجات فئتين مختلفتين من المستثمرين: المستثمرون الذين يهدفون إلى الحصول على دخل "Income" من استثماراتهم، ربما لاعتمادهم على ذلك الدخل في تغطية أعباء معيشتهم، والمستثمرون الذين يهدفون إلى تحقيق نمو مضطرد لاستثماراتهم خاصة إذا ما كان معدل الضريبة على التوزيعات يقل عن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية. ولتلبية تلك الأهداف يصدر الصندوق عند إنشائه نوعين من الأسهم: أسهم دخل "Income Shares" وأسهم نمو "Growth Shares" أي أسهم يتوقع أن يتولد عنها أرباحاً رأسمالية "Capital Shares". وعادة ما تكون القيمة الكلية للأسهم المصدرة من النوعين متساوية. أما حصيلة بيع أسهم الدخل فتشترى بها أوراق مالية. تدر عائداً دورياً مرتفعاً. في حين تستخدم حصيلة أسهم النمو في شراء أسهم شركات عرف عنها ميلها لاحتجاز الأرباح. وعادة ما تتراوح فترة ممارسة الصندوق لنشاطه بين عشر سنوات وعشرين سنة. وهذا بالطبع لا يمنع من إعادة تأسيس الصندوق أو حتى تحويله إلى صندوق ذات نهاية مفتوحة.

وتستخدم حصيلة بيع الأسهم المصدرة في شراء تشكيلة من الأوراق المالية يتوافر فيها سمة الدخل وسمة النمو. وخلال فترة بقاء الصندوق في مزاولة النشاط. يحصل حملة أسهم الدخل على عائد يتمثل في جزء أو كل الفوائد والتوزيعات المتولدة عن التشكيلة. دون النظر إلى ما إذا كان العائد المتولد مصدره أسهم الدخل أو أسهم النمو. وعادة ما ينص في قانون إنشاء الصندوق على ضمان حصول جملة أسهم الدخل على حد أدنى من العائد سنوياً. وعند انقضاء

الصندوق لانتهاء فترة مباشرة نشاطه. يسترد حملة أسهم الدخل قيمة الإسترداد المحددة . وتتمثل قيمة الإسترداد في قيمة الإستثمار الأصلي مضافاً إليها أي دخل تحقق في سنة ماضية ولم يتم توزيعه على حملة تلك الأسهم. أما حملة أسهم النمو فيحصلون على كل ما يتبقى من قيمة بيع التشكيلة المكونة للصندوق.

وتتلخص فلسفة تلك الصناديق في أن كل فئة من فئتي المستثمرين تستخدم إستثمارات الفئة الأخرى لتحقيق أهدافها. فالفوائد والتوزيعات المتولدة عن الأوراق المالية المشتراة من حصيلة بيع أسهم النمو يحصل عليها حملة أسهم الدخل. والأرباح الرأسمالية المتولدة عن الأوراق المالية المشتراة من حصيلة أسهم الدخل يحصل عيها حملة أسهم النمو.

وكما يبدو فإن إدارة هذا النوع من الصناديق يواجه نوعاً من تعارض الأهداف. فالسياسة الإستثمارية التي تعظّم الربح الإيرادي (التوزيعات والفوائد) المتولد عن التشكيلة من خلال زيادة نسبية في أسهم الدخل. تترك أثراً عكسياً على هدف تحقيق الربح الرأسمالي. والعكس صحيح. حقاً ثمة قيود على السياسات الإستثمارية التي تستهدف الحد من هذا التعارض. إلا أن تطبيق تلك السياسات يتوقف على الطريقة التي تنفذ بها. وفي ظل عدم التأكد بشأن السياسات وكيفية تطبيقها. تعاني فئتا المستثمرين من عدم التأكد بشأن العائد المتولد. وبسبب عدم التأكد المشار إليه لم تحظ تلك الصناديق بقبول الكثير من المستثمرين. وهو ما مثل قيداً على نموها.

مزايا شركات الإستثمار:

قد يكون من الملائم أن نختتم هذا الفصل بالتعرض لأهم مزايا الإستثمارفي أسهم شركات الإستثمار، والتي تتمثل في الاستفادة بخبرات الإدارة المحترفة، وتخفيض المخاطر نتيجة للتنويع، وتوفير قدر من المرونة للمستثمرين، وتزويد المستثمرين بخدمات متنوعة.

١) الإستفادة بخبرات الإدارة المحترفة:

في حالة الإستثمار المباشر، أي في حالة قيام المستثمر بشراء أسهم المنشآت من السوق المنظم أو غير المنظم، يصبح لزاماً عليه الإضطلاع بنفسه بمتطلبات العملية كافة. فهو يتخذ القرار الإستثماري بنفسه بما يتضمنه ذلك من بناء التشكيلة الملائمة، ويحتفظ بسجلات كافة المعاملات للأغراض الضريبية. ليس هذا فقط، بل عليه كذلك أن يراقب حركة الأسعار في السوق، لعله يكتشف أسهماً تباع بأقل من قيمتها الحقيقية فيضمها إلى محفظة استثماراته، أو يكتشف أسهماً ضمن محفظته تباع بسعر أقل من قيمتها الحقيقية فيتخلص منها. بل وعليه أن يختار التوقيت المناسب لمثل هذه القرارات. إضافة إلى ضرورة متابعته المستمرة لمستوى مخاطر المحفظة، للتأكد من أنها ما زالت في حدود المستوى المقبول من وجهة نظره. كل هذه المهام يلقى بمسؤوليتها على الإدارة المحترفة التي تتولى إدارة صندوق الإستثمار، وذلك إذا ما فضل المستثمر توجيه موارده المتاحة إلى شراء أسهم إحدى شركات الإستثمار.

لقد توصلت بعض الدراسات إلى أن اضطلاع إدارة محترفة بالمهام المشار إليها من شأنه أن يسفر عن تحقيق معدل عائد مرتفعاً، عما كان يمكن أن يحققه المستثمر العادي الذي يستثمر أمواله بنفسه. فشركة الإستثمار عادة ما تستخدم مستشارين استثماريين محترفين وباحثين متميزين، بما يمكنها من إدارة استثماراتها بمستوى عالٍ من الكفاءة. يضاف إلى ذلك أن المركز التفاوضي للشركة بشأن عمولة السمسرة عادة ما يكون قوياً، وذلك نتيجة لضخامة الصفقات التي تبرمها. غير أن بعض الدراسات التطبيقية لم تؤيد هذا الإدعاء. أما السبب فهو أن تكاليف البحث والدراسة التي تضطلع بها الإدارة المحترفة ربما تعادل الزيادة في العائد المتولد عن الإستثمارات التي تديرها.

٢) التنويع الكفء:

في مقدمة مزايا شركات الإستثمار قدرتها على تنويع التشكيلة التي تتكون منها الصناديق التي تديرها، بطريقة تسهم في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها حملة أسهمها. فصندوق الإستثمار ربما يتضمن أوراقاً مالية لعشرات بل ربما لمئات من المنشآت. حقاً قد يكفي المستثمر تشكيل محفظة تتكون من عشر أوراق مالية أو خمس عشرة ورقة مالية، إلا أن هذا قد لا يتاح للكثير من المستثمرين. ففي السوق الأمريكية لا يستطيع مستثمر يمتلك ١٠٠٠٠ دولار سوى أن يشكل محفظة تتكون من أوراق مالية تصدرها أربع أو خمس منشآت على الأكثر. أما السبب فهو ضرورة شرائه لكميات غير كسرية من

كل ورقة تصدرها جهة معينة[١٢]. فشراء كميات كسرية لعشر منشآت أو خمس عشرة منشأة ربما يحقق له التنويع المنشود. إلا أنه يتكبد في سبيل ذلك تكاليف عالية. من شأنها أن تلتهم جزءاً كبيراً من العائد المتولد. بل وقد ينتهي الأمر إلى تعرضه للخسائر. فشراء الكميات الكسرية فضلاً عن أنه ينطوي على عمولة سمسرة مرتفعة. فإن سعر الورقة داخل الكمية الكسرية عادة ما يفوق سعر ذات الورقة "Odd Lot Differential" إذا ما اشتريت في كمية غير كسرية. وذلك على النحو الذي سبقت الإشارة إليه.

وأمام هذه الظروف يجد المستثمر الصغير نفسه أما بديلين: البديل الأول أن يتجاهل المخاطر. ويستثمر القدر الضئيل من الموارد المتاحة له في ورقة مالية واحدة يتوقع أن يتولد عنها عائد مرتفع. هذا الإختيار يعني ضمنياً أن المستثمر يضع كل ما يملكه من بيض في سلة واحدة "Putting All of The Eggs in One Pasket". هذا الإتجاه من شأنه أن يعرضه لقدر كبير من المخاطر. قد يضيع معها المبلغ المستثمر ذاته. أما البديل الثاني فهو أن يتخذ إتجاهاً محافظاً وذلك بأن يستثمر أمواله في سند حكومي أو سند مرتفع الجودة تصدره إحدى منشآت الأعمال. في هذه الحالة سوف تنخفض المخاطر غير أن العائد يتوقع أيضاً أن يكون منخفضاً نسبياً. ولو قرر المستثمر توجيه موارده لشراء أسهم إحدى شركات الإستثمار فإن موقفه سوف يكون أفضل. دون أن

(١٢) الكمية الكسرية أقل من ١٠٠ سهم (أو سند). أما الكمية غير الكسرية فهي ١٠٠ سهم (أو سند) أو مضاعفتها. وما يذكر أن شراء ١٢٠ سهم (أو سند) مثلاً يعني أن هناك كمية كسرية قدرها ٢٠ سهم (أو سند).

يحتاج الأمر إلى استثمار مبلغ كبير. ففي الولايات المتحدة لا يتجاوز الحد الأدنى المصرح به للاستثمار في أسهم تلك الشركات عن ١٠٠٠ دولار. وبهذا المبلغ الضئيل يمتلك المستثمر عدداً من أسهم الشركة، يمثل كل سهمٍ منها حصة في تشكيلة من أوراق مالية على درجة عالية من التنويع.

بل ونضيف أن المستثمر الصغير الذي تحدوه الرغبة في الاستثمار في سهم تصدره منشأة معينة، يمكنه أن يخصص جزءاً من موارده لشراء أسهم شركة إستثمار، على أن يستخدم الجزء الباقي للإستثمار في أسهم المنشأة المعنية. حقاً سوف تتكون محفظته الشخصية من أسهم منشأتين فقط (أسهم شركة الإستثمار، وأسهم المنشأة الأخرى) إلا أنها محفظة على درجة عالية من التنويع. ذلك أن سهم شركة الإستثمار هو في حقيقة أمره محفظة تتكون من عدد كبير من الأوراق المالية تصدرها جهات متعددة. وهكذا، يمكن للمستثمر من خلال هذا النوع من المحافظ أن يتغلب بنفسه على أهم عيوب شركات الإستثمار، وهي أن المستثمر الذي يوجه كافة مدخراته لشراء أسهم تلك الشركات، لا يكون له دور في تشكيل محفظة أوراقه المالية. فمحفظة أوراقه المالية (المتمثلة في أسهم شركات الإستثمار) تتحدد مكوناتها بقرار من إدارة الشركة. أمّا في ظل المحفظة الشخصية التي تضمنت - إضافة إلى سهم شركة الإستثمار - أوراقاً مالية أخرى فإن الأمر يصبح مختلفاً.

٣) المرونــة والملاءمــة:

في شركــات الإستثمــار ذات النهاية المفتوحــة، يحق للمستثمر أن يحول إستثماراته من صندوق إلى آخر، وذلك في مقابل رسوم ضئيلة. هذه المرونة من شأنها أن تقدم خدمة متميزة لأولئك المستثمرين الذين قد تتغير أهدافهم الإستثمارية عبر الزمن. بل ونضيف أن تلك الشركات تقف مستعدة على الدوام لاسترداد أسهمها إذا ما رغب المستثمر في التخلص منها كلياً أو جزئياً. يتم ذلك بسعر عادل يتمثل في قيمة الأصل الصافية للسهم. بل ويمكن للمستثمر أن يتفق على تصفية إستثماراته دفعة واحدة، أو على دفعات شهرية أو ربع سنوية أو نصف سنوية أو سنوية "Installment Plan". كما يمكنه أن يبقي رأس المال المستثمر ويسحب الدخل المتولد عنه فقط، كما أن له أن يعيد استثمار ذلك الدخل إذا أراد.

وإذا كان يمكن للمستثمر سحب مستحقاته على دفعات، فإنه يمكنه أيضاً شراء أسهم شركة الإستثمار على دفعات، خلال سنة بل وربما سنوات. يتم ذلك بقيام المستثمر بفتح حساب لدى أمين "Trustee" عادة ما يكون مصرفاً تجارياً تحدده شركة الإستثمار. إذ يتم إيداع الدفعات في ذلك الحساب، على أن يقوم المصرف باستثمارها في أسهم الصندوق المختار، وذلك على النحو الذي سنعرض له في الفصل الرابع.

٤) تنشيط حركة أسواق رأس المال:

في دول العالم الثالث التي اتجهت إلى إنشاء أسواق لرأس المال، تبدو

الحاجة ملحة لأدوات إستثمارية تسهم في تنشيط حركة تلك الأسواق. وهنا تبدو أهمية الدور المتميز الذي يمكن أن تؤديه شركات الإستثمار، من خلال ما تقدمه من أدوات إستثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحتملين في تلك البلدان. فخاصية التنويع التي تتسم بها صناديق الإستثمار التي تديرها تلك الشركات، وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الإستثمار، من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بأسواق رأس المال وكذا المستثمرين محدودي الموارد، لأن يستثمروا مدخراتهم في شراء أسهم شركات الإستثمار، التي تقوم بدورها باستخدام حصيلة بيع أسهمها في بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال.

ويعتقد المؤلف أن شركات الإستثمار ذات النهاية المغلقة تؤدي دورين منفصلين في هذا الصدد. فتلك الشركات تبني تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في الأسواق، مما يسهم في تنشيط حركة تلك الأسواق. كذلك فإن أسهم الشركة ذاتها - على عكس أسهم الشركات ذات النهاية المفتوحة - تعرض للتداول العام، مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المتداولة في أسواق رأس المال. وهذا لا يعني تفضيل للشركات ذات النهاية المغلقة على الشركات ذات النهاية المفتوحة. فالشركات ذات النهاية المفتوحة تتيح للمستثمر فرصاً وظروف إستثمارية أكثر جاذبية، وهو ما ينعكس إيجابياً في النهاية على نشاط السوق.

ولا تقتصر مزايا شركات الإستثمار على الاستفادة بما تتميز به الإدارة المحترفة من مهارات، وتخفيض المخاطر، وتلبية أهداف

المستثمرين، وتحقيق عائد متميز، بل تمتد للعمل الدائب لضمان المحافظة على السمات المميزة للصندوق، وبخاصة من حيث العائد والمخاطر. إلى جانب ميزة سادسة هي إدارة حساب العميل، مثل القيام بإعداد سجل الضرائب المستحقة عليه، وإعادة إستثمار التوزيعات المستحقة له، وما شابه ذلك.

وإذا كان لشركات الإستثمار كل هذه المزايا، فهي تعاني أيضاً من عيب جوهري يجعلها أداة إستثمارية غير ملائمة، خاصة لأولئك الذين يخططون لإستثمار أموالهم لفترة قصيرة. ونقصد بذلك ارتفاع التكاليف التي يتكبدها المستثمر، على النحو الذي سنعرض له في الفصل الرابع، وذلك عند تناول تكاليف الإستثمار. يضاف إليها عيب آخر يرتبط أساساً بشركات الإستثمار ذات النهاية المفتوحة، وهي ضرورة توافر مستوى ملائم من السيولة على الدوام، بما يمكن الشركة من دفع قيمة استرداد أسهمها في أي لحظة يطلب فيها المستثمر ذلك. وغني عن البيان أنه كلما ارتفع مستوى السيولة كلما ارتفعت تكلفة الفرصة الضائعة، أي كلما زاد العائد الضائع الذي كان يمكن تحقيقه لو أن تلك الأموال السائلة قد أعيد استثمارها. وبالطبع يتحمل المستثمر في النهاية عبء تلك التكاليف.

الخلاصة :

يتلخص دور شركات الإستثمار في إدارة محفظة أو أكثر من الأوراق المالية. وفي هذا الصدد يوجد نوعان من صناديق الإستثمار: الصناديق ذات النهاية المفتوحة والصناديق ذات النهاية المغلقة. وقد جاء المسمى

نتيجة لمدى إمكانية زيادة الأموال المستثمرة. ففي الصناديق المفتوحة لا توجد حدود للأموال المستثمرة، فهي تزيد وتنقص حسب الأحوال. أما في الصناديق المغلقة فإنه عادة ما يظل حجم الأموال المستثمرة ثابتاً إلى أن ينقضي نشاط الصندوق. وتتيح صناديق الإستثمار فرصة طيبة للمستثمرين الذين يصعب عليهم توجيه مدخراتهم للإستثمار المباشر في الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال. فالمستثمر ذو الموارد المحدودة يمكنه شراء سهم أو أكثر من الأسهم التي تصدرها تلك الصناديق، دون أن ينطوي ذلك على مخاطر تذكر: ذلك أن السهم الواحد يعد بمثابة محفظة على درجة عالية من التنويع، لا سيما وأن الصندوق ذاته يتكون من عشرات بل من مئات الأوراق التي تصدرها جهات مختلفة.

وإلى جانب ميزة تخفيض مستوى المخاطر، يحقق هذا النوع من الصناديق للمستثمر مزايا أخرى، من بينها الإستفادة من مهارات الإدارة المحترفة القائمة على شؤون الصندوق، وإتاحة الفرصة للمفاضلة بين أنواع متباينة من الصناديق ليختار منها المستثمر ما يناسب ظروفه. هذا إلى جانب احتمال تحقيق عائد متميزاً، قد يصعب على المستثمر تحقيقه لو أنه استثمر مدخراته مباشرة في الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال. يضاف إلى ذلك أن إدارة الصندوق قد تتولى مهمة إدارة حساب العميل، بما يتضمنه ذلك من إعداد سجل الضرائب، وإعادة إستثمار التوزيعات وما شابه ذلك.

الفصل الرابع

تنظيم وإدارة شركات وصناديق الإستثمار وسبل تقييم أدائها [(١)]

عرض الفصل الثالث - ضمن ما عرض - لماهية شركات الإستثمار التي هي الأب الروحي لصناديق الإستثمار. فقد ألقى الضوء على وظائفها، وأنواعها، وتشكيلات الصناديق التي تديرها، ثم مزاياها الرئيسية. وقد خلصنا إلى أن لتلك الشركات أهمية خاصة لدول العالم الثالث، التي أنشأت حديثاً أسواقاً لرأس المال. فتلك الشركات من شأنها أن تساهم في جذب الموارد من صغار المستثمرين وكبارهم على السواء. كما أن تنويع إستثماراتها من شأنه أن يسهم في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها عائد أسهمها، وهو ما يعد بدوره عامل جذب للمستثمرين قليلي الخبرة والدراية في شؤون الإستثمار. وفي هذا الفصل يكتمل الإطار الأساسي لتناول تلك الشركات، وذلك بمناقشة الكيفية التي يتم بها تنظيمها وإدارتها، وذلك من خلال أربعة أقسام. في القسم الأول نعرض للشكل التنظيمي لشركات الإستثمار، وفي القسم الثاني نتناول أسلوب إدارتها. بعد ذلك يعرض القسم الثالث للتشريعات الأساسية التي تحكم نشاط تلك الشركات، ثم يختتم الفصل بالقسم الرابع الذي يعرض لكيفية قياس أدائها.

---

(١) سيتركز هذا الفصل على ما يجري عليه العمل في السوق الأمريكية.

البناء التنظيمي لشركة الإستثمار:

كما يبدو من مسمى شركات الإستثمار، أنها تأخذ الشكل التنظيمي للشركات "Corporations". فهناك مديرون يقررون سياسة الشركة بناءً على قانون تأسيسها، ويشرفون على محافظ الإستثمار، ويختارون المديرين التنفيذيين. أما السلطة المركزية لتلك الشركات، فعادة ما تكون في يد الكفيل الذي أسسها. وقد يكون الكفيل بنكير إستثمار "Investment Banker" وهو مؤسسة تتولى شؤون إصدار الأوراق المالية للمنشآت، كما قد يكون بيت للمشورة في شؤون الإستثمار "Investment Counsel or Advisory Firm" وهي بيوت متخصصة في بيع خدمة البحث والمشورة لغيرهم، أو بيت للسمسرة "Brokerage House" يتعامل في الأوراق المالية بيعاً وشراءً. كما قد يكون الكفيل شركة تأمين "Insurance Company" يتوافر لديها كم هائل من الموارد المالية التي تسعى إلى استثمارها.

وبالنسبة للقرارات النهائية في شأن سياسات الإستثمار فعادة ما تقع ضمن مسؤولية مدير صندوق الإستثمار المختص. أما بالنسبة لنشاط البحوث والمشورة فقد يعهد به للعاملين بالشركة، أو قد يعهد به لبيوت أو مكاتب متخصصة. وفي بعض الأحيان قد يتم الاتفاق بين عدد من شركات الإستثمار على تبادل المشورة فيما بينها، من خلال وحدات متخصصة ضمن بنائها التنظيمي. ومما يذكر أن بنكيرات الإستثمار أو بيوت المشورة التي تنشئ شركات إستثمار، عادة ما تستهدف من إنشاء الشركة تسويق خدماتها إليها.

وفي حالة إستئجار خدمات البحث والمشورة من منشآت متخصصة، لن تكون هناك حاجة لبناء تنظيمي لشركة الإستثمار، ومن ثم فقد يقتصر الأمر على وحدة لصياغة السياسات تتكون من مديري صناديق الإستثمار. وبالنسبة لخدمة حفظ الأوراق المالية المملوكة للشركة وصيانتها، فعادة ما يوكل أمرها في هذه الحالة إلى أحد المصارف أو أحد بيوت السمسرة. مثل هذا الاتجاه من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض تكاليف الإدارة.

إدارة شركة الإستثمار :

شركة الإستثمار - على فرض أنها تشتمل على صندوق واحد - هي شركة تتمثل أصولها أساساً في تشكيلة (محفظة) من أوراق مالية من النوع الذي يسهل تسويقه. ويتولى شؤون إدارة المحفظة وباقي المهام شركة إدارة منفصلة "Management Company" يتم استئجارها لهذا الغرض، وذلك بقرار من مجلس إدارة شركة الإستثمار. هذا هو الوصف القانوني لإدارة شركة الإستثمار. أما ما يحدث فهو أمر مثير، ينطبق عليه التساؤل الشائع وهو هل الدجاجة أتت أولاً أم البيضة؟ ويبدو أن الإجابة هنا هي أن البيضة هي التي أتت أولاً. فشركة الإستثمار تبدأ بمجموعة من المديرين أو بيت للمشورة، يقوم باختيار مجلس إدارة الشركة (وإلى هنا لم تبدأ الشركة بعد) الذي يبدأ في التأسيس الفعلي للشركة، وذلك بإبرام عقد مع بيت المشورة (الذي سبق أن اختار أعضاء المجلس) ليتولى الإدارة الفعلية. ويطلق على بيت المشورة حينئذ بشركة

الإدارة. التي تتولى تعيين إدارة مستقلة لكل صندوق [٢]. وعادة ما يوضح العقد واجبات شركة الإدارة. والأتعاب "Fees" التي سوف تحصل عليها في مقابل إضطلاعها بتلك الواجبات . وتتحدد الأتعاب بنسبة مئوية قد تصل إلى ٥ر١٪ من القيمة الكلية للمال المستثمر. أما واجبات الإدارة ففي مقدمتها البحث عن الأوراق المالية التي يمكن ضمها إلى التشكيلة، وإدارة المحفظة. والواجبات الإدارية الأخرى مثل إصدار أسهم الشركة، والاضطلاع بالمهام الإدارية المتصلة بتسويق الأسهم كافة وإعادة شرائها. وما شابه ذلك.

ونضيف أنه لما كانت رسوم الخدمة تتحدد على أساس القيمة الكلية للإستثمار في الصندوق، فإن شركة الإدارة عادة ما تعمل على تأسيس أكبر عدد ممكن من الصناديق، لتلبي احتياجات مختلف فئات المستثمرين. مثل هذا الإجراء يتوقع أن ينعكس إيجابياً على الرسوم التي تحصل عليها شركة الإدارة. كما يتمخض عنه العديد من مزايا الحجم الكبير "Economies of Scale" التي تعود بالنفع على المستثمرين.

وحتى يكتمل لدى القارىء إطار كامل عن إدارة شركات الإستثمار، قد يكون من الملائم أن نعرض في هذا القسم لسياسات الاستثمار الرئيسية التي تحكم إدارة صناديق الإستثمار، والتكاليف المقرر أن يتحملها المستثمر، والكيفية التي يمكن بها للمستثمر أن يشتري أسهم الشركة، وأخيراً إدارة حساب العميل.

---

(٢) هناك شروط لا بد من توافرها في تشكيل مجلس الإدارة. سنعرض لها تفصيلاً في القسم الثالث.

١) سياسات الإستثمار:

تختلف شركات الاستثمار فيما بينها في شأن سياسات الإستثمار "Investment Policies" المتبعة. ويأتي في مقدمة هذه السياسات سياسة تنويع المحفظة أي سياسة تنويع مكونات صندوق الاستثمار. فهناك شركات نفترض أن المستثمر يوجه كل مخصصات الإستثمار لشراء أسهمها. بما يعني أنه ليس له محفظة أوراق مالية خاصة به. في ظل هذا التصور يصبح من المتوقع أن يتضمن الصندوق تشكيلة من الأوراق المالية على درجة عالية من التنويع. وعلى النقيض من ذلك هناك شركات تفترض أن المستثمر يمتلك محفظة خاصة به. وأن أسهمها ليست سوى واحدة من مكونات تلك المحفظة. ومن ثم فإنها لا تستهدف بلوغ مستوى عالٍ من التنويع. ولكل سياسة مؤيدوها الذين يفضلونها على السياسة الأخرى.

ونظراً لأهمية التنويع الجيد لغالبية المستثمرين في تلك الصناديق. فقد حدد قانون شركات الإستثمار الأمريكي الصادر عام ١٩٤٠. سمات شركة الإستثمار التي تولي أهمية خاصة لسياسة التنويع "Diversified Investment Company". في مقدمة تلك السمات أن يتوافر في ٧٥٪ على الأقل من استثمارات الصندوق شرطان أساسيان: الشرط الأول أن لا يزيد الإستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها جهة معينة عن ٥٪ من القيمة الكلية للتشكيلة لتي يتضمنها الصندوق. أما الشرط الثاني فهو أن لا يزيد الإستثمار في ورقة مالية معينة عن ١٠٪ من مجموع الإصدار من تلك الورقة. أما الحكمة من

إعفاء باقي الإستثمار في الصندوق (٢٥٪) من متطلبات التنويع المشار إليه. فهو تشجيع شركات الإستثمار لتوجيه جزء من مواردها للإستثمار في رؤوس أموال المنشآت الصغيرة: إذ يمكن أن توجه تلك النسبة بالكامل إلى الإستثمار في شركة واحدة، أو عدد محدود من الشركات.

هذا وإذا لم يتوافر هذان الشرطان، حينئذ يتم تصنيف الشركة على أنها لا تأخذ بسبل التنويع "Nondiversified Investment Company" ورغم أن لهذا التصنيف أثره الضريبي غير المرغوب كما سنشير فيما بعد، إلا أن بعض الشركات تفضل أن تُصنف على هذا النحو طلباً للمرونة، أو لرغبتها في التخصص في الأوراق المالية التي تصدرها صناعة معينة أو منشآت معنية. وبالنسبة لتلك الشركات أي شركات الإستثمار المتخصصة "Specialized Investment Company" فقد يركز بعضها تخصصه في الإستثمار في أوراق مالية لمنشآت تعمل في صناعة معينة أو قطاع معين (كيميائيات، غزل ونسيج ...) بينما تركز أُخرى على نوع معين من الأوراق المالية مثل الأوراق المالية للمنشآت الصغيرة، أو الأوراق المالية المتداولة في السوق غير المنظم، الذي سبقت الإشارة إليه. كما يمكن أن يكون التركيز على الأوراق المالية لمنشآت تعمل في دولة معنية ... وهكذا.

وقد لا تقتصر سياسات الإستثمار على مستوى أو درجة التنويع في مكونات صناديق الإستثمار، إذ قد تمتد إلى أمور أُخرى. فهناك مثلاً شركات تضع سياسة إستثمارية نشطة "Active" مؤداها إجراء

تغييرات مستمرة في مكونات التشكيلة. سعياً وراء استغلال فرص وجود أوراق مالية تباع بسعر أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية. وعلى النقيض قد تفضل شركات أخرى البعد عن ذلك. خشية أن يترتب على عمليات البيع والشراء تغيير في السمات المميزة لتشكيلة الأوراق المالية التي يتكون منها الصندوق. بشكل قد لا يناسب المستثمرين فيه. وبالنسبة للسياسة الأولى فإنها تقضي بتشكيل المحفظة من مجموعة أوراق مالية ذات مخاطر مرتفعة. وذلك قبيل ارتفاع متوقع في مستوى أسعار الأوراق المالية في السوق [٣]. أما قبيل توقع انخفاض مستوى أسعار الأوراق المالية فيوصى بإجراء تغيير في مكونات المحفظة. وذلك باستبدال مكونات التشكيلة بتشكيلة أخرى ذات مخاطر منخفضة. ويطلق على هذه الإستراتيجية باستراتيجية توقيت السوق "Market Timing Strategy".

ومما يذكر أن بعض شركات الاستثمار لا تقتصر على الموارد المالية المتمثلة في حصيلة مبيعات أسهمها العادية. بل قد تقوم كذلك بالحصول على موارد مالية إضافية. بإصدار سندات وأسهم ممتازة تستخدم حصيلتها في تمويل المزيد من الإستثمارات. وبالطبع فإن الفرق بين تكلفة تلك المصادر الإضافية. وبين معدل العائد على الإستثمارات التي تم تمويلها من تلك المصادر. يعود في النهاية على حاملي الأسهم العادية. غير أن ما تجدر الإشارة إليه أن مثل هذه

---

(٣) وفقاً لفكرة العلاقة التعويضية بين العائد والمخاطر. يتوقع أن يصحب ارتفاع مستوى أسعار الأوراق المالية في السوق بصفة عامة. ارتفاع أكبر في أسعار الأوراق المالية ذات المخاطر المرتفعة (وبالتالي تحقيق ربح رأسمالي أكبر). أما عند انخفاض مستوى أسعار الأوراق المالية في السوق. فيتوقع أن يصحبه انخفاض أقل في أسعار الأوراق المالية ذات المخاطر المنخفضة. وبالتالي يتضاءل حجم الخسائر الرأسمالية المحتملة.

السياسة التي من شأنها زيادة العائد الذي يحققه حاملو الأسهم العادية مقارنة بشركة مماثلة لا تتبع تلك السياسة. يصحبها أيضاً زيادة في المخاطر التي يتعرضون لها. يحدث هذا عندما ينخفض عائد إستثمارات الشركة إلى مستوى أقل من تكلفة تلك الموارد الإضافية. وهي تكلفة ثابتة بطبيعتها.

٢) تكاليف الإستثمار:

إضافة إلى التكاليف الخفية "Hidden Costs" التي سنعرض لها في نهاية هذا الجزء. هناك أنواع من التكاليف الصريحة "Explicit Costs" التي يتكبدها المستثمر. وتتمثل هذه التكاليف في رسوم شراء أسهم الشركة. ورسوم أو أتعاب الإدارة. وتكلفة المعاملات. والمصاريف الإدارية. يضاف إليها نوع خامس هو رسوم الاسترداد التي يتكبدها المستثمر عندما يرغب في استرداد قيمة السهم.

أ) رسوم شراء الأسهم:

يقصد برسوم شراء الأسهم "Acquisition Fees or Loading Fees" العمولة التي يدفعها المستثمر عندما يشتري السهم "Loading Fund" من خلال الوسطاء سماسرة كانوا أو تجاراً. مثل هذه الرسوم لا وجود لها عندما يتم شراء السهم من إدارة الصندوق نفسه "No-Load Fund". ونضيف أنه بالنسبة للصناديق ذات النهاية المفتوحة تتناسب تلك الرسوم تناسباً عكسياً مع حجم المبلغ المستثمر. وإن كان الحد الأقصى لها في الأسواق الأمريكية لا يتجاوز ٨٫٥٪ من قيمة الأصل الصافية كما

أشرنا سابقاً. أما بالنسبة للصناديق ذات النهاية المغلقة فإن حجم تلك الرسوم يماثل مقدار عمولة السمسرة التي يدفعها المستثمر عند إبرام صفقة مماثلة لشراء مباشر لأسهم منشآت الأعمال. هذا ويمكن للمستثمر أن يتعرف بسهولة على قيمة تلك الرسوم بمجرد اطلاعه على صحيفة تنشر أسعار أسهم شركات الإستثمار. ففي صحيفة وول ستريت يمكن حساب قيمة تلك الرسوم بطرح قيمة الأصل الصافية NAV من السعر الذي يباع به السهم "Offer Price".

ب) رسوم أو أتعاب الإدارة:

يقصد بأتعاب الإدارة "Advisory or Management Fees" الرسوم السنوية التي يدفعها المستثمر مقابل إدارة صندوق الإستثمار، والتي تتمثل في الخدمات التي يقدمها القائمون على تحليل الأوراق المالية، أو تلك التي تقدمها إدارة الصندوق. وتبلغ تلك التكاليف في المتوسط ٥ر٪ من القيمة السوقية الكلية للتشكيلة. ونتيجة لربط أتعاب الإدارة بالقيمة السوقية الكلية لمكونات الصندوق، تسعى الإدارة جاهدة لزيادة تلك القيمة. ويتم ذلك إما من خلال الأداء الجيد الذي من شأنه أن يحدث تحسناً في القيمة السوقية للأسهم – ويترك أثره بالتالي على قيمة الأصل الصافية – أو من خلال الحملات الإعلانية لجذب المزيد من المستثمرين. يستثنى من ذلك بعض الصناديق التي تقصر ربط الزيادة في أتعاب الإدارة بالزيادة الناجمة عن تحسن مستوى الأداء، والذي يمكن الوقوف عليه بمقارنة مستوى أداء الصندوق بمستوى أداء تشكيلة قياسية، مثل

التشكيلة المكونة لمؤشر ستاندرد آند بور[٤].

ج) رسوم استرداد قيمة الأسهم:

يقصد برسوم الاسترداد "Redemption Fees" تلك الرسوم التي قد يتكبدها المستثمر عندما يتقدم لشركة الإستثمار ذات النهاية المفتوحة، طالباً استرداد قيمة السهم. ولا توجد نسبة محددة لتلك الرسوم، فهي تتراوح في المتوسط ما بين ٤٪ ، ٥٪ من قيمة الأصل الصافية، بل وقد تزيد عن ذلك على النحو الذي سبقت الإشارة إليه في الفصل الثالث. وغالباً ما تقتصر تلك الرسوم على صناديق الإستثمار التي لا توجد فيها رسوم شراء "No-Load Funds" أو تلك التي تكون فيها رسوم الشراء منخفضة "Low-Load Funds".

د) تكاليف المعاملات:

يقصد بتكاليف المعاملات "Transactions Costs" العمولات التي يدفعها الصندوق للسماسرة عن عمليات شراء الأوراق المالية التي يشتمل عليها الصندوق وبيعها. وتبدو أهمية هذا النوع من التكاليف في حالة الصناديق ذات الإدارة النشطة، التي تسعى إلى إغتنام أي فرصة متاحة تكون فيها القيمة السوقية لورقة مالية ما أقل أو أكبر من قيمتها الحقيقية، على النحو الذي سبقت الإشارة إليه. بل وقد يصل الأمر إلى أن التغيير الذي تجريه

---

(٤) للمزيد عن مكونات تشكيلة تلك المؤشرات، يمكن الرجوع إلى كتاب الأوراق المالية وأسواق رأس المال، للمؤلف.

الإدارة سنوياً في مكونات التشكيلة أو المحفظة نتيجة لعمليات البيع والشراء، أو ما يطلق عليه بمعدل دوران المحفظة "Portfolio Turnover" قد يتضمن بيع أو شراء كمية من الأوراق المالية تتراوح قيمتها ما بين ٢٠٪ إلى أكثر من ١٠٠٪ سنوياً. وهو ما يعني أن مكونات المحفظة قد يدخل عليها تغيير كامل في كافة مكوناتها أكثر من مرة واحدة في السنة.

ولا يقتصر الأمر على التكاليف المباشرة للمعاملات، فثمة تكاليف غير مباشرة يتحملها المستثمر، تتمثل في تغير القيمة السوقية للأوراق محل صفقات البيع والشراء، وذلك عندما تتضمن الصفقة عدداً كبيراً من الأسهم المشتراة أو المباعة. فعرض كميات كبيرة من ورقة مالية معينة للبيع، من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية التي تباع بها الورقة. كما أن شراءَ كمية كبيرة من ورقة مالية معينة من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية التي تشترى بها. إنها العلاقة الأزلية بين العرض والطلب.

هـ) المصاريف الإدارية:

يقصد بالمصاريف الإدارية "Administrative Costs" الأجور والمرتبات المدفوعة للعاملين في الصندوق، والإيجارات، والمصاريف القانونية والمحاسبية ... وما شابه ذلك. وعادة لا تتجاوز القيمة السنوية لتلك المصاريف عن ٥ر٪ من القيمة الكلية لاستثمارات الصندوق.

وتعد تلك التكاليف - خصوصاً رسوم الشراء وتكاليف المعاملات - كبيرة إلى الحد الذي يجعل صناديق الإستثمار أداة غير جذابة لأولئك الذين يخططون لاستثمار مدخراتهم لفترة قصيرة. بل ويكشف الواقع عن وجود تكاليف أخرى خفية "Hidden Cost" يتحملها المستثمر. فلقد فرضت بعض الصناديق على حاملي أسهمها رسوماً إضافية تتراوح نسبتها ما بين ٥ر٪، ١٪ من قيمة الأصل الصافية للسهم، وذلك مقابل مصاريف الإعلان والبريد وما شابه ذلك. كما أضافت صناديق أخرى رسوماً على حاملي أسهمها مقابل إعادة استثمار التوزيعات والأرباح الرأسمالية. وتتراوح نسبة تلك الرسوم ما بين ٣٪، ٤٪ من قيمة المبالغ التي أعيد استثمارها. وبالطبع ينبغي أخذ تلك التكاليف الخفية في الحسبان عند المفاضلة بين الصناديق التي يوجه إليها المستثمر مدخراته.

٣) طرق شراء الأسهم:

تتيح معظم شركات الإستثمار ذات النهاية المفتوحة أساليب بديلة لشراء أسهمها. تتمثل تلك الأساليب في الشراء النمطي أو العادي، والشراء طبقاً لخطة تجميع مدخرات اختيارية، وأخيراً، الشراء طبقاً لخطة تجميع مدخرات تعاقدية.

أ) الشراء النمطي أو العادي:

يقصد بأسلوب الشراء النمطي "Regular Account Purchase" قيام المستثمر بشراء أسهم شركة الإستثمار من خلال صفقات

مستقلة. وليس في ظل خطة معينة على النحو الذي سنوضحه فيما بعد. هذا وفي كل صفقة يتكبد المستثمر رسوم شراء، تخصم من قيمة المبلغ المستثمر. فلو أن المستثمر يرغب في استثمار مبلغ قدره ٢٥٠٠ جنيه في شراء أسهم إحدى شركات الإستثمار، وكان معدل رسوم الشراء على الصفقة ٨٪. حينئذ يصبح المبلغ المستثمر ٢١٠٠ جنيه، أي إجمالي المبلغ للستثمر (٢٥٠٠ جنيه) مطروحاً منه قيمة رسوم الشراء (٢٥٠٠ x ٨٪). ومن وجهة نظر شركة الإستثمار فإن هذه الصفقة تضيف مبلغاً قدرة ٢١٠٠ جنيه فقط إلى قيمة الموارد الإستثمارية. وذلك على أساس أن رسوم الشراء تحصل عليها أطراف خارجية. وهم القائمون على تسويق أسهم الشركة.

ب) الشراء وفق خطة تجميع مدخرات إختيارية:

إذا ما اختار المستثمر شراء أسهم شركة الإستثمار وفقاً لخطة تجميع مدخرات إختيارية "Voluntary Savings Accumulation Plan" حينئذ يفتح له حساب خاص يودع فيه مبلغاً مبدئياً من تحت حساب شراء الأسهم. وعادة ما يتراوح الحد الأدنى لهذا الحساب في السوق الأمريكية ما بين ٢٥ دولاراً، ٥٠٠ دولار حسبما تنص عليه لوائح الشركة. بعد ذلك يقوم المستثمر بإيداع مبلغ بصفة دورية، لغرض شراء الأسهم تتراوح قيمته ما بين ٢٥ دولاراً، ١٠٠ دولار حسبما ورد في تفاصيل الخطة. ولكن ماذا عن رسوم الشراء؟ يخصم من حساب المستثمر نسبة لا تتجاوز ٢٠٪من قيمة كل دفعة يودعها المستثمر في الحساب المذكور، على النحو الذي

سنعرض له عند تناول التشريعات الأساسية التي تحكم نشاط شركات الإستثمار، وذلك في القسم الثالث من هذا الفصل.

ونشير في هذا الصدد إلى أن الخطة الإختيارية عادة ما لا تكون محددة المدة، وأن للمستثمر الحق في أن يعدل عن تنفيذها في أي وقت يشاء، دون التعرض لأي جزاء. كما لا يتعرض المستثمر أيضاً للجزاء إذا ما فشل في الانتظام في سداد الدفعات وفقاً للخطة المتفق عليها، وإن كان من حق الشركة إلغاء الخطة وإدراج المستثمر ضمن المستثمرين العاديين، الذين يشترون وفقاً لأسلوب الشراء النمطي الذي سبقت الإشارة إليه. ومن أهم مزايا الخطة الإختيارية أن الحد الأدنى للدفعة، عادة ما يقل عن الحد الأدنى لقيمة الصفقة في ظل الشراء بالأسلوب النمطي. إضافة إلى أن الالتزام الأدبي بسداد الدفعات، يحمل في طياته التزام بالادخار، وهو أمر قد يكون له جاذبيته للكثير من الأفراد، الذين يصعب عليهم اتخاذ قرارات ادخارية في غياب مثل هذا الالتزام.

ج) الشراء وفق خطة تجميع مدخرات تعاقدية:

من أهم سمات الشراء وفق خطة تجميع مدخرات تعاقدية "Contractual Savings Accumulation Plan" تعرض المستثمر للجزاء في حالة إخلاله بشروط الاتفاق، وإلزامية تحديد الفترة الزمنية التي تغطيها الخطة والتي عادة ما تبلغ عشر سنوات. وفي ظل هذا النوع من الخطط يدفع المستثمر ٥٠٪ من قيمة رسوم الشراء للخطة كلها في السنة الأولى وحدها. مثل هذا

الإجراء يعد في حد ذاته دافعاً للتمسك بتنفيذ الخطة. وقد أُدخل تعديل على قانون شركة الإستثمار الأمريكي في عام ١٩٧٠، يقضي بأنه إذا أُلغيت الخطة بعد ١٨ شهراً من إقرارها، بسبب عدم التزام المستثمر بمتطلباتها، فلا يجوز له استرداد أي شيء من قيمة رسوم الشراء التي دفعها، والتي تزيد عما كان ينبغي عليه أن يدفعه لو أنه اشترى ما يتوافر من أسهم وفقاً لأسلوب الشراء النمطي. أما إذا أُلغيت الخطة قبل تلك الفترة، فإن القانون يعطي المستثمر الحق في استرداد جزء من تلك الرسوم، على النحو الذي سنعرض له في القسم الثالث من هذا الفصل.

والجدير بالذكر أن إدارة شركة الإستثمار تسعى لتشجيع هذا النوع من الخطط، على أساس أن الجزء الأكبر من رسوم الشراء يدفع في السنوات الأولى، فإن لجنة الأوراق المالية والبورصة والحكومات المحلية في الولايات المتحدة الأمريكية لها في ذلك رأي آخر. أما السبب فهو الجزاء القاسي الذي يتعرض له المستثمر، والمتمثل في ضياع جزء من رسوم الشراء التي دفعها مقدماً. ولقد تمثل رد فعل اللجنة في هذا الصدد في وضع قيود من شأنها أن تؤدي إلى توزيع عمولة الشراء على عدد من السنوات، على النحو الذي سوف نشير إليه في القسم الثالث. بل وقد ذهبت بعض الولايات مثل ولاية الينوي، وأوهايو، وواشنطن بعدم السماح كلية لشركات الإستثمار العاملة فيها بالتعامل في هذا النوع من الخطط.

٤) إدارة حســـاب العميـــل:

إلى جانب البدائل المتاحة لشراء أسهم شركة الإستثمار، توفر بعض الشركات ذات النهاية المفتوحة خططاً واتفاقيات بديلة لإدارة إستثمارات عملائها. ومن أبرز تلك الخطط خطة إعادة إستثمار التوزيعات، وخطة دخل التقاعد، وخطة ترتيبات السحب المنتظم، واتفاقيات التبديل أو التغيير (٥).

أ) خطة إعادة الإستثمار:

تتيح العديد من شركات الإستثمار فرصاً لحملة أسهمها للاتفاق على ترتيبات لإعادة إستثمار نصيبهم في الأرباح "Automatic Reinvestment Plans" وذلك بدلاً من حصولهم عليه نقداً. ووفقاً لتلك الخطة يحصل المستثمر على عدد من الأسهم بما يعادل قيمة الأرباح التي أُعيد إستثمارها. وحتى يمكن إعادة إستثمار نصيبه بالكامل من تلك الأرباح، فقد يقتضي الأمر حصوله على جزء "Fraction" من سهم، وهذا أمر مقبول. ولا يتحمل المستثمر رسوم شراء عن الأسهم التي حصل عليها، وإن كانت بعض الشركات قد فرضت رسوماً – منخفضة نسبياً – على المبالغ المعاد إستثمارها، على النحو الذي سبقت الإشارة إليه. هذا ولا يعنى إعادة إستثمار نصيب المستثمر من الأرباح، إعفائه من الضريبة التي كان سيدفعها لو أنه حصل على قيمة تلك التوزيعات نقداً. فالضريبة تفرض على الأرباح المعاد

---

(٥) يقصد بشركات الإستثمار في هذا الجزء، الشركات ذات النهاية المفتوحة.

إستثمارها، طالما أن الخيار متروك للمستثمر في أن يحصل على قيمة الأرباح نقداً أو أن يعيد إستثمارها.

ب) خطة التقاعد:

أعطى القانون الأمريكي لمن يعمل لحساب نفسه "Self-Empoyed Individuals" أن ينفذ خطة لمعاش التقاعد من خلال ما يسمى بحساب التقاعد الفردي "Individual Retirement Accout (IRA)" أو خطة كيو "Keogh Plan". وبمقتضى تلك الخطة، يدفع المستثمر نسبة من دخله لحساب شراء عدد من أسهم شركة الإستثمار للغرض المذكور. وفي عام ١٩٨٧ أصبح من حق أي شخص - سواء كان يعمل لحساب نفسه أو يعمل لحساب آخرين - أن ينفذ على ذات النحو خطة خاصة لمعاش التقاعد. وبالنسبة لمن يعمل لحساب غيره يشترط أن لا تزيد مساهمته في الخطة عن ٢٠٠٠ دولار من دخله السنوي. وإذا لم يكن للزوجة (الزوج) دخل خاص، جاز للزوج (الزوجة) فتح حسابين واحد له وآخر لزوجته، ويشترط أن لا تزيد مساهمته عن ٢٢٥٠ دولاراً للحسابين. أما بالنسبة لمن يعمل لحسابه الخاص، فيجوز أن تصل مساهمته إلى ٢٠٪ من دخله السنوي، وبحد أقصى لا يتجاوز ٣٠٠٠٠ دولار.

هذا وتسمح مصلحة الضرائب الأمريكية باعتبار تلك المساهمات من بين المصروفات التي تخصم من الدخل الشخصي للمستثمر قبل حساب الضريبة. أما إمساك حسابات تلك الخطط فعادة ما يوكل لأحد المصارف التجارية بوصفه حارساً

"Custodian". والذي يقوم بدوره بإعادة إستثمار العائد المتولد عن الدفعات (المساهمات) المستثمرة.

ج) خطة السحب المنتظم:

تبدي شركات الإستثمار الأمريكية استعدادها لتنفيذ رغبة العميل في الحصول على دفعات منتظمة "Systematic Withdrawal Plan" من أرباح استثماراته. وذلك بشرط أن لا يقل رصيد حساب العميل لدى الشركة عن مبلغ معين. عادة ما تتراوح قيمته ما بين ٥٠٠٠ دولار، ١٠٠٠٠ دولار. أما حجم المسحوبات الشهرية فيشترط أن لا تقل عن ٥٠ دولاراً. وفي حالة ما إذا كان نصيب المستثمر من الأرباح يقل عن الدفعات المطلوبة، تقوم الشركة باسترداد جزء من أسهم العميل، وإيداع قيمتها نقداً في حسابه، حتى يتسنى لها تنفيذ شروط الاتفاق. وفي بعض الحالات قد تضع الخطة حداً أقصى لعدد الأسهم التي ينبغي استردادها، وهو ما يعني بالتبعية أن الدفعات التي سيحصل عليها المستثمر قد تختلف من شهر إلى آخر [٦].

بل وقد ينص في الخطة على أن لا تزيد المسحوبات عن نصيب المستثمر في الأرباح، رغبة في تجنب استهلاك جزء من رأس المال. وفي حالات أخرى، قد تتحدد قيمة المسحوبات بنسبة معينة من النمو الذي تحقق لقيمة الأصل الصافية، لما يمتلكه المستثمر من

---

(٦) إذا كانت الأرباح أكبر من المسحوبات المتفق عليها، يتم إعادة إستثمار الزيادة.

أسهم. هذا يعني أنه إذا لم يتحقق نمو في فترة من الفترات. فلن يستطيع المستثمر سحب أي مبلغ من حسابه.

د) إتفاقيات التبديل:

يقصد باتفاقيات أو شروط التبديل "Exchange Provisions" السياسة التي تضعها شركة الإستثمار التي تدير عدداً من الصناديق مختلفة الأهداف "Family of Funds" والتي بمقتضاها يمكن للمستثمر أن يحول استثماراته من صندوق لآخر. على أساس قيمة الأصل الصافية للسهم. وذلك في مقابل رسوم ضئيلة. أو دون رسوم على الاطلاق. وبالطبع تناسب تلك الشركات المستثمرين الذي تتغير أهدافهم عبر الزمن. وحتى لو لم يحدث تغيير في أهداف المستثمر. فقد يتبع سياسة التبديل. يحدث هذا إذا ما توقع انخفاض مستويات أسعار الأسهم في السوق خلال السنة أو السنتين القادمتين. ووجد من صالحه تحويل استثماراته من صناديق النمو إلى صناديق الدخل. ويمكنه بالطبع أن يفعل العكس إذا ما توقع ارتفاع مستويات الأسعار في فترة مقبلة. هذا وإذا ما أسفر التحويل من صندوق إلى آخر عن تحقيق المستثمر لأرباح أوتعرضه لخسائر. فإن تلك الأرباح أو الخسائر تضاف أو تخصم من إيراداته الخاضعة للضريبة. أما السبب فهو أن التحويل ينطوي في حقيقة الأمر على عمليات بيع وشراء.

التشريعات الأساسية التي تحكم إدارة شركات الإستثمار:

يحكم إدارة شركات الإستثمار في الولايات المتحدة تشريعان أساسيان هما: قانون شركة الإستثمار الصادر عام ١٩٤٠ والمعدل عام ١٩٧٠، وقانون الأوراق المالية الصادر عام ١٩٣٣. ولقد صدر قانون شركة الإستثمار لثلاثة اعتبارات رئيسية: أولها أن شركة الإستثمار قد يمكنها السيطرة على منشآت أخرى من خلال امتلاكها لنسبة من أسهم تلك المنشآت. ثانيها أن شركات الإستثمار - خاصة ذات النهاية المفتوحة - عادة ما يكون لها تأثير إيجابي على حجم المدخرات التي توجه إلى سوق رأس المال على حساب مؤسسات مالية أخرى. ففي غياب تلك الشركات كانت ستتدفق مدخرات صغار المستثمرين - الذين لا يناسبهم عادة الإستثمار في الأوراق المالية - إلى الودائع المصرفية أو ما شابهها. أما الاعتبار الثالث فهو عدم ترك تقنين نشاط تلك الشركات لقوانين الولايات، نظراً للتشتت الجغرافي الواسع لحاملي أسهمها.

وفي ضوء هذه الإعتبارات حدد القانون المذكور أموراً معينة لا بد من توافرها حماية للمستثمرين، وتتمثل تلك الأمور في:

١) توفير قدر ملائم من المعلومات للمستثمرين المحتملين.

٢) التأكد من ملاءمة الشروط المصاحبة لإصدار بعض الأوراق المالية، التي قد تستثمر فيها الشركة جزءاً من مواردها.

٣) عدم تركيز الإدارة في يد فئة معينة دون سواها.

٤) إستخدام أساليب محاسبية غير سليمة أو مضللة.

٥) عدم إحداث تغيير في السمات المميزة للشركة دون موافقة حاملي أسهمها.

٦) توافر قدر ملائم من الأصول والاحتياطيات التي تمكن الشركة من ممارسة نشاطها بفاعلية.

ولمواجهة تلك الأمور وغيرها اتخذ المشرّع الأمريكي خطوات إيجابية في أربعة محاور، هي: توفير البيانات للمستثمرين، وتنظيم هيئة الإدارة والقيود المفروضة عليها، ورسوم الشراء، ثم المعاملة الضريبية.

أولاً: توافر البيانات:

وفقاً لأحكام قانون شركة الإستثمار وقانون الأوراق المالية، تلتزم شركات الإستثمار بتسجيل الإصدار الجديد من الأسهم لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة، وما يستتبعه ذلك من تزويد اللجنة ببيانات معينة من خلال صحيفة التسجيل "Registration Statement". وتلتزم الشركة كذلك بتزويد المستثمرين المحتملين بمنشور "Prospectus" يتضمن بعض البيانات التي تتضمنها صحيفة التسجيل ومن أهمها:

١) أهداف صندوق الإستثمار والسياسة الإستثمارية العامة له.

٢) القيود بشأن إستثمارات الشركة، والتي عادة ما تتعلق بمدى الاعتماد على الأموال المقترضة، وممارسة البيع على المكشوف "Short Sales" والمساهمة في إصدار الأوراق المالية، والإستثمار في شراء عقارات أو سلع.

٣) أتعاب الإدارة وكيفية تحديدها.

٤) مستوى أداء الشركة في السنوات السابقة، ومعدلات دوران مكونات المحفظة.

٥) أسماء أعضاء الإدارة القائمة على شؤون الصندوق.

٦) سعر البيع المقرر للسهم.

٧) طرق شراء أسهم الشركة، ونسبة رسوم الشراء.

٨) الخدمات الخاصة التي يقدمها الصندوق للمستثمرين.

٩) كيفية حساب قيمة الأصل الصافية.

١٠) كيفية استرداد الأسهم.

١١) النظام الضريبي الذي يخضع له ربح الصندوق.

١٢) القوائم المالية المعتمدة، إلى جانب بيان بالتشكيلة التي تتكون منها محفظة الصندوق.

ثانياً: تنظيم هيئة الإدارة والقيود المفروضة عليها:

تضمن قانون شركة الإستثمار شروطاً لحماية مصالح حملة أسهم شركات الإستثمار. وفي مقدمة تلك الشروط أن لا يزيد أعضاء مجلس إدارة الشركة المنتمية لبيت المشورة أو بيت السمسرة . الذي أسس الشركة عن ٦٠٪ من مجموع الأعضاء. هذا يعني أن ٤٠٪ على الأقل من أعضاء مجلس الإدارة هم من المستقلين الذين لا علاقة لهم إطلاقاً ببيت المشورة. وفي هذا ضمان لعدم تركيز الإدارة في يد فئة واحدة من غير حملة الأسهم. كما لا يصرح للمديرين وكبار العاملين بشراء أسهم بقيمة تقل عن القيمة الصافية للسهم.كذلك حدد القانون بوضوح

متطلبات أخرى لتأكيد حماية حملة الأسهم. من بين تلك المتطلبات ضرورة تصويتهم على أي تعديل في الأهداف والسياسات الإستثمارية للصندوق، وكذا ضرورة الحصول على موافقة مسبقة من لجنة الأوراق المالية والبورصة لأي تعاملات بين شركة الإستثمار وبيت المشورة. ويهدف المتطلب الأخير إلى منع قيام بيت المشورة ببيع بعض الأصول لشركة الإستثمار بأسعار مغالٍ فيها. يضاف إلى ذلك ما نص عليه القانون من تحريم بيع أسهم الشركة بسعر يقل عن السعر المحدد في المنشور.

كذلك حرص القانون على تنظيم الاتفاق بين شركة الإستثمار وبيت المشورة . فبانتهاء العقد الأول المبرم بين الطرفين عند تأسيس الشركة والذي يستمر لمدة سنتين، يجدد العقد بعد ذلك على أساس سنوي وبشرط موافقة أغلبية حملة الأسهم، أو أغلبية كل من أعضاء مجلس الإدارة التابعين لبيت المشورة وأعضاء مجلس الإدارة المستقلين. هذا ولا يجوز لبيت المشورة التنازل عن العقد لبيت مشورة آخر، تجنباً لإلحاق أي ضرر بحملة الأسهم.

ثالثاً: تكلفة الشراء:

أعطت لجنة الأوراق المالية والبورصة في الولايات المتحدة اهتماماً خاصاً لرسوم الشراء التي يتحملها المستثمر. ففي عام ١٩٧٠ أدخل تعديل على قانون شركة الإستثمار الصادر عام ١٩٤٠ بشأن رسوم خطط الشراء الدوري لأسهم الشركة. فقبل التعديل كان على المستثمر أن يدفع في

السنة الأولى٥٠٪ من تكلفة شراء الأسهم التي تتضمنها الخطة، على أن يوزع باقي تكاليف الشراء على فترة الخطة. فلو أن مستثمراً ما قد تعاقد مع شركة إستثمار على دفع ٤٠ جنيهاً شهرياً لمدة عشر سنوات بغرض شراء عدد من أسهمها، فإنه في ظل تكلفة شراء نسبتها ٨٫٥٪، تصبح تكلفة الشراء الكلية للخطة ٤٠٨ جنيهات (٤٠ x ١٢ شهراً x ١٠ سنوات x ٨٫٥٪). ولما كان مجموع الدفعات في السنة الأولى هو ٤٨٠ جنيهاً (٤٠ جنيهاً x ١٢ شهراً) فإنه يحق لشركة الإستثمار أن تخصم من تلك القيمة ما يعادل ٥٠٪ من التكلفة الكلية للشراء أي ٢٠٤ جنيهات (٤٠٨ جنيهات x ٥٠٪) ليصبح المبلغ المستثمر في السنة الأولى ٢٧٦ جنيهاً فقط (٤٨٠ جنيهاً مطروحاً منها ٢٠٤ جنيهات).

أما في ظل التعديل الذي أجري على القانون، فقد أصبح أمام المستثمر بديلان لحساب تكلفة الشراء، له أن يختار أفضلها، وعلى أن يكون له الحق دائماً في استرداد قيمة تكلفة الشراء بالكامل إذا ما قرر إلغاء الخطة، ولكن بشرط أن لا يكون قد مضى أكثر من ٤٥ يوماً على استلامه للشهادة التي تتضمن ما يفيد اعتماد الإدارة للخطة. وفيما يلي نعرض للأسلوبين المشار إليهما.

الأسلوب الأول: وفقاً لهذا الأسلوب يخصم من المستثمر تكلفة شراء لا تتجاوز نسبتها ٢٠٪ من قيمة كل دفعة، وعلى أن لا يزيد المتوسط السنوي عن ١٦٪ للثمانية والأربعين دفعة الأولى. وينطبق هذا الأسلوب على الحالات التي يكون فيها الشراء وفق خطة إختيارية، على النحو الذي سبقت الإشارة إليه في القسم الثاني.

الأسلوب الثاني: وينطبق هذا الأسلوب على حالات الشراء وفقاً للخطة التعاقدية التي سبقت الإشارة إليها. وفي ظل هذا الأسلوب يخصم ٥٠٪ من الدفعات في السنة الأولى في مقابل تكلفة الشراء، على أن يكون للمستثمر الحق في استرداد جزء من التكلفة المدفوعة - بالإضافة إلى قيمة الأصل الصافية لكل سهم اشتراه - إذا ما انسحب قبل مضي ١٨ شهراً من تاريخ التعاقد. أما المبلغ الذي يحق له استرداده، فيتمثل في تكلفة الشراء المدفوعة، مطروحاً منها ١٥٪ من قيمة تلك التكاليف. فلو أن المبلغ المستثمر في السنة الأولى يعادل ٤٠٠ جنيه حين كانت قيمة الأصل الصافية للسهم ٢٠ جنيهاً، فإن التكلفة المخصومة سوف تساوي ٢٠٠ جنيه (٤٠٠ جنيه x ٥٠٪) وعدد الأسهم المشتراة عشرة أسهم (٤٠٠ - ٢٠٠) / ٢٠). وإذا ما انسحب المستثمر عقب السنة الأولى مباشرة حين كانت قيمة الأصل الصافية للسهم ٢١ جنيهاً، فإن المبلغ المستحق له سوف يساوي ٣٨٠ جنيهاً. وهو ما يعادل قيمة الأصل الصافية للأسهم المشتراة أي ٢١٠ جنيهاً (٢١ جنيهاً x ١٠ أسهم) مضافاً إليها المبلغ المسترد من تكلفة الشراء وقدره ١٧٠ جنيهاً (٢٠٠ جنيه- ٢٠٠ x ١٥٪).

رابعاً: المعاملة الضريبية:

تحصل شركات الإستثمار على إيرادتها من العائد المتولد عن الأوراق المالية التي تتكون منها صناديق الإستثمار، والتي تتمثل في فوائد السندات والتوزيعات على الأسهم، إضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناجمة عن بيع بعض الأوراق المالية بقيمة أكبر من القيمة التي سبق أن

اشتريت بها. ويتحدد الوعاء الضريبي بخصم رسوم الإدارة والمصاريف الإدارية من تلك الإيرادات. وتنظر شركات الإستثمار إلى نفسها على أنها ليست شركات بالمفهوم المتعارف عليه. بل هي همزة وصل "Conduit" فقط بين المستثمرين وبين الأوراق المالية التي تتكون منها صناديق الإستثمار. لذا. فقد نص القانون الضريبي الأمريكي على إعفاء دخل شركة الإستثمار التي يتوافر فيها شروط معينة "Regulated Investment Company" - تؤكد على هذا الدور المحدود - من الخضوع للضريبة. حتى تجنب المستثمر دفع الضريبة مرتين: مرة على دخل الشركة. ومرة أخرى على دخله الشخصي. وتعد هذه ميزة مهمة للمستثمر الذي يخضع لشريحة ضريبية

منخفضة أو الذي لا يخضع للضريبة على الإطلاق (٧). فوفقاً للقانون الأمريكي تعفى شركة الإستثمار من ضريبة الدخل إذا توافرت فيها الشروط الآتية:

١) أن يتمثل ٩٠٪ من إجمالي إيراداتها "Gross Income" على الأقل من فوائد سندات أوتوزيعات على أسهم. أو أرباح رأسمالية ناجمة عن بيع بعض الأوراق المالية.

---

(٧) لو لم تعف الشركة من الضريبة لخضع دخلها لشريحة ضريبية قد تزيد على ٣٠٪. وهو ما يعني بطريقة غير مباشرة تحمل المستثمر لعبء تلك الضريبة بذات المعدل. أما في ظل الإعفاء فإن دخله هو الذي سيخضع للضريبة. وإذا ما كانت شريحته الضريبية منخفضة. فإن معدل الضريبة على الدخل سوف ينخفض كذلك.

٢) أن لا تزيد الأرباح قصيرة الأجل عن ٣٠٪ من إجمالي الإيرادات. ويقصد بذلك الأرباح الرأسمالية والإيرادية المتولدة عن أوراق مالية إمتلكتها الشركة لفترة تقل عن ثلاثة شهور.

٣) أن تصنف الشركة ضمن الشركات الملتزمة بتنويع إستثماراتها، على النحو الذي سبقت الإشارة إليه في القسم الثاني.

٤) أن يجري توزيع ٩٠٪ على الأقل من التوزيعات والفوائد التي حصلت عليها الشركة بمجرد إستلامها. ولا تدخل الأرباح الرأسمالية في حساب تلك النسبة.

٥) أن تكون الشركة مسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بوصفها شركة إستثمار، وعلى أن تقدم إلى مصلحة الضرائب طلباً بإعفائها من الضريبة.

ويدرك القارىء بالطبع أنه إذا كان دخل الشركة معفى من الضريبة، فإن حاملي أسهمها يخضعون للضريبة، وفقاً للشريحة الضريبية التي تقع فيها دخولهم. هذا ويقضي القانون بأن تقوم الشركة في خلال ٤٥ يوماً من إنتهاء السنة الضريبية، بإخطار حاملي الأسهم بالجزء من التوزيعات - التي حصلوا عليها - والتي تمثل دخلاً إيرادياً (توزيعات عن أسهم أو فوائد عن سندات) والجزء الذي يمثل أرباحاً رأسمالية قصيرة الأجل، وذلك الذي يمثل أرباحاً رأسمالية طويلة الأجل. ولهذا التصنيف أهميته الخاصة في حالة الأنظمة الضريبية التي يخضع فيها الربح

الإيرادي والربح الرأسمالي قصير الأجل لمعدل ضريبة يختلف (عادة أعلى) عن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية طويلة الأجل.

ولكن ماذا عن الأرباح المحتجزة أي غير الموزعة؟ تخضع للضريبة بذات المعدلات التي تخضع لها الشركات الأخرى هناك. ونضيف ضرورة إخطار الشركة للمستثمر بالشريحة الضريبية التي خضعت لها، حتى يمكنه استرداد جزء من الضريبة التي دفعتها الشركة. عما يخصه من تلك الأرباح، وذلك إذا ما كان دخله الشخصي يخضع لشريحة ضريبية تقل عن الشريحة الضريبية التي خضعت لها أرباح الشركة.

تقييم أداء صناديق الإستثمار:

ثمة أسلوبان أساسيان لتقييم أداء صناديق الإستثمار، هما: الأسلوب البسيط الذي يناسب المستثمر العادي، والأسلوب المزدوج الذي يناسب المستثمر ذا المعرفة الواسعة بشؤون الإستثمار، إضافة إلى ملاءمته لبيوت السمسرة التي تقدم خدمات إستشارية لعملائها. ورغم المزايا التي يحققها المستثمر من استخدام هذين المدخلين، إلا أن عليه أن يأخذ في الحسبان جوانب أخرى للأداء سنعرض لها أيضاً فيما بعد. وقبل أن نلقي الضوء على تلك المداخل والجوانب، قد يكون من الملائم تناول التقارير المالية التي تنشرها شركات الإستثمار، والتي تمثل الأساس الذي يقوم عليه التقييم.

التقارير المالية والبيانات المنشورة:

إلى جانب البيانات التي تنشرها الصحف يومياً عن قيمة الأصل الصافية للسهم وعن الأرباح الإيرادية والرأسمالية الموزعة، تتيح شركات الإستثمار لحملة أسهمها عدداً من التقارير السنوية وربع السنوية. في مقدمة تلك التقارير الميزانية العمومية وقائمة الدخل، إلى جانب بيانات مالية أخرى. ومن الأمثلة على تلك البيانات قائمة الأوراق المالية التي استثمرت فيها موارد الشركة، إضافة إلى تصنيف تفصيلي لتلك الأوراق، وشرح تفصيلي للأرباح والخسائر غير المحققة – أي التي تتمثل في ارتفاع أو انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية تتضمنها بعض صناديق الإستثمار – وتحليل لهدف الشركة وسجلها الإستثماري. ولا يقتصر الأمر على تلك البيانات، إذ عادة ما تتيح الشركة لحملة أسهمها بيانات تكميلية. ويوضح جدول ٤-١ أمثلة لتلك البيانات.

في مقدمة البيانات التي يتضمنها الجدول القيمة السوقية للأصول وليس قيمتها الدفترية، وهوما يعني إمكانية حساب قيمة الأصل الصافية للسهم العادي، وذلك بقسمة القيمة السوقية للأصول بعد استبعاد قيمة الأموال المقترضة وقيمة الأسهم الممتازة المصدرة (٦٠٥٠٠٠ جنيه) على عدد الأسهم العادية (١١٠٠٠٠ سهم). كما يشير الجدول كذلك إلى أرباح رأسمالية غير محققة (زيادة في القيمة السوقية للأصول) قدرها ٩٦٤٥٠٠ جنيه. ولو فرض أن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية ٢٠٪، فإن قرار المنشأة بعدم بيع تلك الأصول يعني تأجيل دفع ضرائب قدرها ١٩٢٩٠٠ جنيه. هناك كذلك صافي ربح الإستثمار الذي يتمثل في قيمة التوزيعات والفوائد وغيرهامن مصادر الدخل (٢٨٨١٦٦

جنيهاً) مطروحاً منها مصروفات التشغيل (٢٦٦١٦ جنيهاً) التي تتمثل في أتعاب الإدارة، وتكلفة البحوث، والضرائب الأخرى (غير ضريبة الدخل التي يخضع لها حملة الأسهم أنفسهم). ومن الملاحظ أن التوزيعات لكل سهم منخفضة، غير أن المستثمر يدرك أن تلك التوزيعات لا تمثل كل مستحقاته، فهناك نصيبه في الأرباح الرأسمالية المحققة، إضافة إلى نصيبه في الأرباح غير المحققة.

وكما يبدو فإن هذه البيانات من شأنها أن تزود حملة الأسهم بمعلومات مفيدة، كما يمكنهم أن يستخلصوا منها مؤشرات أخرى إضافية. بل وإذا ما توفرت بيانات مقارنة عن سنة أو سنوات سابقة، لأمكن استخلاص الكثير من النتائج. وبعد هذه المقدمة عن البيانات المنشورة نعرض لقياس أداء صناديق الإستثمار.

قياس أداء صناديق الإستثمار

يمكن التمييز في هذا الصدد بين أسلوبين بديلين لقياس أداء صناديق الإستثمار، هما: الأسلوب البسيط والأسلوب المزدوج.

١) الأسلوب البسيط:

تنشر شركات الإستثمار ذات النهاية المفتوحة يومياً قيمة الأصل الصافية للسهم، وكذا الأرباح الإيرادية والرأسمالية الموزعة، وذلك لكل صندوق على حده [٨]. وتعد هذه المعلومات كافية

---

(٨) يشترط لإعفاء شركة الإستثمار من الضريبة قيامها بالتوزيع الفوري للأرباح المحققة، على النحو الذي سبقت الإشارة إليه في القسم الثالث.

جدول ٤ -١

بعض البيانات المالية الإضافية لإحدى شركات الإستثمار عن سنة مالية ما

الأصول (بالجنيهات)	
القيمة السوقية لمجموع الأصول	٦٤٨٢٠٠٠
مبالغ مستحقة للغير	٣٠٠٠٠٠
الأصول الإستثماري	٦١٨٢٠٠٠
أسهم ممتازة مباعة بقيمتها الإسمية	١٣٢٠٠٠
أصول إستثمارية ممولة من حصيلة الأسهم العادية المصدرة	٦٠٥٠٠٠٠
قيمة الأصل الصافية للسهم العادي	٥٥
الأرباح الرأسمالية	
أرباح رأسمالية محققة ناجمة عن بيع أصول	١٤٥٢٠٠
نصيب السهم العادي من الأرباح الرأسمالية المحققة	١,٣٢
أرباح رأسمالية غير محققة	٩٦٤٥٠٠
صافي الربح	
التوزيعات والفوائد وغيرها	٢٨٨١٦٦
مصروفات التشغيل	٢٦٦١٦
صافي ربح الإستثمار	٢٦١٥٥٠
توزيعات الأسهم الممتازة	١١٥٥٠
صافي الدخل لحملة الأسهم العادية	٢٥٠٠٠٠
صافي ربح الإستثمار لكل سهم عادي	٢,٢٧
التوزيعات لكل سهم عادي	
توزيعات من الأرباح الإيرادية	٢,٢٧
توزيعات من الأرباح الرأسمالية	١,١٢
عدد الأسهم	١١٠٠٠٠

* القيمة الدفترية للسهم ٤٠ جنيهاً، ويحق لحامل السهم توزيعات قدرها ٣ر٥ جنيه سنوياً.

لحساب قيمة مؤشر بسيط ومفيد. هو معدل العائد على الأموال المستثمرة في الصندوق. الذي توضحه المعادلة ٤-١.

$$\text{م} = \frac{(\text{ق}_1 - \text{ق}) + \text{ي} + \text{ر}}{\text{ق}} \qquad (١-٤)$$

حيث ق. ق١ تمثل على التوالي قيمة الأصل الصافية في بداية ونهاية الفترة التي يحسب عنها المعدل. (ق١ + ق) تمثل الأرباح الرأسمالية غير المحققة والتي تعكس تحسناً في القيمة السوقية للتشكيلة. م تمثل معدل العائد على الإستثمار. وأخيراً تمثل ى. ر على التوالي الأرباح الإيرادية والأرباح الرأسمالية الموزعة خلال الفترة [٩].

ولتوضيح كيفية حساب هذا المعدل دعنا نفترض أن قيمة الأصل الصافية للسهم في بداية شهر ما كانت ٣٠ جنيهاً. إرتفعت إلى ١١ر٣٠ جنيه في نهايته. إفترض كذلك أن نصيب السهم من

الأرباح الإيرادية والرأسمالية ١٥ قرشاً ، ١٢ قرشاً على التوالي. في ضوء تلك المعلومات سوف يبلغ معدل العائد على الإستثمار في هذا الشهر ٢٧ر١٪.

(٩) بالنسبة للصناديق ذات النهاية المغلقة يتم حساب معدل العائد وفقاً للمعادلة ٣-٢. التي سبقت الإشارة إليها في الفصل الثالث.

$$م = \frac{(١١ر٣٠ - ٣٠) + ١٥ر + ١٢ر}{٣٠} = ١ر٢٧ \%$$

ويمثل هذا المعدل مقياساً للحكم على أداء مدير الصندوق في الشهر محل التحليل. ولكنه لا يمثل معدل العائد الذي حققه المستثمر. لماذا؟ لأن المستثمر ربما يكون قد تكبد مصروفات أو رسوم شراء للسهم الذي يملكه. فلو أنه كان قد اشترى السهم في بداية الشهر. ودفع حينذاك رسوماً قدرها ٧٥ قرشاً عن السهم. فإن التكلفة الكلية لشراد السهم الواحد تصبح ٧٥ر٣٠ جنيه وليس ٣٠ جنيهاً. وهو ما يعني في النهاية معدل سالب للعائد على الإستثمارقدره -٢٣ر١٪ في ذلك الشهر:

$$م = \frac{(١١ر٣٠ - ٧٥ر٣٠) + ١٥ر + ١٢ر}{٣٠} = - ٢٣ر١\%$$

ولكن لماذا يمثل العائد الأول (١.٢٧٪) المقياس لكفاءة أداء إدارة الصندوق؟ لأن تكلفة الشراء التي دفعها المستثمر لشراء السهم لم تحصل عليها إدارة الصندوق أي لم تستخدم في الإستثمار. بل حصل عليها أولئك الذين يقع على كاهلهم مسؤولية تسويق الأسهم المصدرة.

هذا ومن الملائم أن يقوم المستثمر بمقارنة معدل العائد على الإستثمار الذي حققه الصندوق الذي يستثمر فيه أمواله. مع معدل العائد على الإستثمار لصناديق أخرى مماثلة.

٢) الأسلوب المزدوج:

يعاب على الأسلوب البسيط في تقييم صناديق الإستثمار، تركيزه على العائد دون أن يأخذ المخاطر في الحسبان. فقد يحقق صندوق ما عائداً أكبر من العائد الذي يحققه صندوق آخر، غير أن الزيادة في العائد قد لا تكفي للتعويض عن زيادة المخاطر التي قد ينطوي عليها الإستثمار فيه، مقارنة بالصندوق الثاني. ولتجنب ذلك العيب فقد اُقترحت بدائل لقياس مستوى أداء صناديق الإستثمار، وهي بدائل تأخذ في الحسبان كل من العائد والمخاطر. وهذا هو السبب الذي من أجله أطلقنا على هذه الأساليب بالأساليب المزدوجة، ومن أبرزها مقياس شارب، ومقياس ترينور.

أ) مقياس شارب:

قدم وليم شارب مؤشراً "Sharpe's Index" لقياس أداء محفظة الأوراق المالية - والذي ينطبق بالطبع على صناديق الإستثمار- يطلق عليه نسبة المكافأة إلى التقلب (المخاطر) - "Reward to Variability Ratio (R/V)" الذي توضحه المعادلة ٤-٢.

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{ط} - \text{ل}}{\sigma} \qquad (٤-٢)$$

حيث ط تمثل متوسط معدل العائد على الإستثمار، ل تمثل متوسط معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر. أما s فتمثل الإنحراف المعياري لمعدل العائد على الإستثمار، الذي هو مقياس للمخاطر الكلية (تقلب العائد)الذي ينطوي عليه الإستثمار.

ويتضمن متوسط معدل العائد على الإستثمار "Average Rate of Return" في هذا الصدد التغير في قيمة السهم الذي تصدره شركة الإستثمار (قيمة ق١ - ق في المعادلة ٤ -١) إضافة إلى التوزيعات والأرباح الرأسمالية الصافية التي يحصل عليها المستثمر خلال الفترة، أي بعد خصم المصاريف الإدارية وأتعاب الإدارة. أما رسوم الشراء فلا يتم خصمها طالما أن الشركة لا تحصل عليها ولا تسجل بالتالي في دفاترها.

وبالنسبة لمعدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر "Risk Free Rate" فيقصد به العائد الذي تحققه ورقة مالية تصدرها الحكومة، ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها عن سنة واحدة. وعادة ما ينطبق ذلك التوصيف على معدل العائد المرتفع على أذونات الخزانة. غير أن على القارىء أن يدرك أن ذلك لا ينطبق على العائد الذي حققته أذونات الخزانة المصرية في أوائل التسعينات. فهذا العائد المرتفع يرتبط أساساً بخطة الإصلاح الاقتصادي، دون أن تكون له علاقة بالمخاطر التي ينطوي عليها الإستثمار في تلك الأذونات.

نقطة أخرى تجدر الإشارة إليها، هي أن معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر، يمثل في حقيقة الأمر العائد في مقابل عنصر الزمن، بما فيه العائد في مقابل مخاطر التضخم. وبناءً عليه، فإن بسط المعادلة ٤-٢ يمثل متوسط معدل العائد الذي يحصل عليه المستثمر، في مقابل المخاطر التي ينطوي عليها

الإستثمار [١٠] أو ما يطلق عليه بعلاوة المخاطر "Risk Premium". وذلك طالما خصمنا من العائد على الإستثمار (ط) العائد مقابل عنصر الزمن (ل). وإذا ما أخذنا في الإعتبار أن المخاطر التي تتضمنها المعادلة ٤-٢ هي المخاطر الكلية "Total Risk" أي المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة "Systematic & Unsystematic Risk" فإن ناتج المعادلة المذكورة يمثل العائد في مقابل كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الإستثمار في الصندوق.

ولتوضيح كيفية استخدام المعادلة ٤-٢ في قياس الأداء، دعنا نفترض أن متوسط معدل العائد على الإستثمار المحسوب بالمعادلة ٤-١ التي سبقت الإشارة إليها، خلال الخمس سنوات المنصرمة قد بلغ ١٢٪ للصندوق "أ"، ١٠٪ للصندوق "ب". كما بلغت المخاطر الكلية (الإنحراف المعياري) لكل من الصندوقين ٥٪ر ٣٪ على التوالي. أما متوسط معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر خلال الفترة ذاتها فقد بلغ ٤٪. في ظل هذه المعلومات سوف تبلغ قيمة المؤشر للصندوقين ١ر٦، ٢ر٠ على التوالي. وكقاعدة عامة كلما كانت قيمة المؤشر أعلى كلما كان أداء الصندوق أفضل، إذ يعني عائداً أعلى لكل وحدة من وحدات المخاطر.

$$\text{قيمة المؤشر للصندوق أ} = \frac{١٢ - ٤}{٥} = ١ر٦$$

$$\text{قيمة المؤشر للصندوق ب} = \frac{١٠ - ٤}{٥} = ٢ر٠$$

---

(١٠) للمزيد عن هذه النقطة يمكن الرجوع إلى كتاب الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، للمؤلف.

وغني عن البيان أنه على عكس المؤشر البسيط الذي يمكنه حسابه على فترات قصيرة. فإن مؤشر شارب ومؤشر ترينور الذي سنعرض له فيما يلي. يتم حسابهما لفترات زمنية أطول قد تغطي عدد من السنوات.

ب) مقياس ترينور:

يقوم مقياس ترينور "Treynor's Index" على فكرة أن المستثمر العادي يمكنه من خلال التنويع الساذج أو البسيط. أن يتخلص كلية من المخاطر الخاصة أو غير المنتظمة التي سنشير إليها في الفصل السادس. ويقصد بالتنويع الساذج تشكيل محفظة الأوراق المالية من حوالي عشر أوراق مالية مختارة عشوائياً. ويقضي المقياس بأنه إذا كان التخلص من المخاطر غير المنتظمة هو أمر يسير إلى هذا الحد. فإنه يمكن الإدعاء بأن الإدارة المحترفة التي تتولى صناديق الإستثمار يمكنها أن تشكل مكونات تلك الصناديق. بطريقة تجعلها تنطوي فقط على المخاطر المنتظمة. بعبارة أخرى أن مقياس مخاطر صناديق الإستثمار ينبغي أن يتمثل في معامل بيتا "Beta Coefficient" وليس في الإنحراف المعياري. وتوضح المعادلة ٤-٣ كيفية قياس أداء صناديق الإستثمار في ضوء تلك الفكرة.

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{ط} - \text{ل}}{\text{تا}} \qquad (٤-٣)$$

حيث تمثل "تا" معامل بيتا لتشكيلة الأوراق المالية التي يتكون منها صندوق الإستثمار.

وكما يبدو فإن الاختلاف بين المعادلة ٤-٢ والمعادلة ٤-٣ يكمن في الكيفية التي تقاس بها المخاطر. ففي المعادلة ٤-٢ تقاس المخاطر بالإنحراف المعياري، وهو ما يعني ضمنياً افتراض عدم القدرة على التخلص من المخاطر غير المنتظمة. أما في المعادلة ٤-٣ فإن المخاطر تقاس بمعامل بيتا، وهو ما يعني ضمنياً القدرة على التخلص من المخاطر غير المنتظمة. ويميل المؤلف إلى تفضيل مقياس ترينور، إذ من المتوقع أن تتكون صناديق الإستثمار من عدد من الأوراق المالية، يكفي للتخلص من المخاطر غير المنتظمة. هذا ويمكن قياس أداء المحفظة باستخدام مقياس ترينور، بذات الطريقة التي تم بها قياس أداء المحفظة باستخدام مقياس شارب. وكقاعدة عامة كلما ارتفعت قيمة المؤشر، كلما كان ذلك مؤشراً على أداء أفضل للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق.

٣) جوانب أُخرى في قياس الأداء:

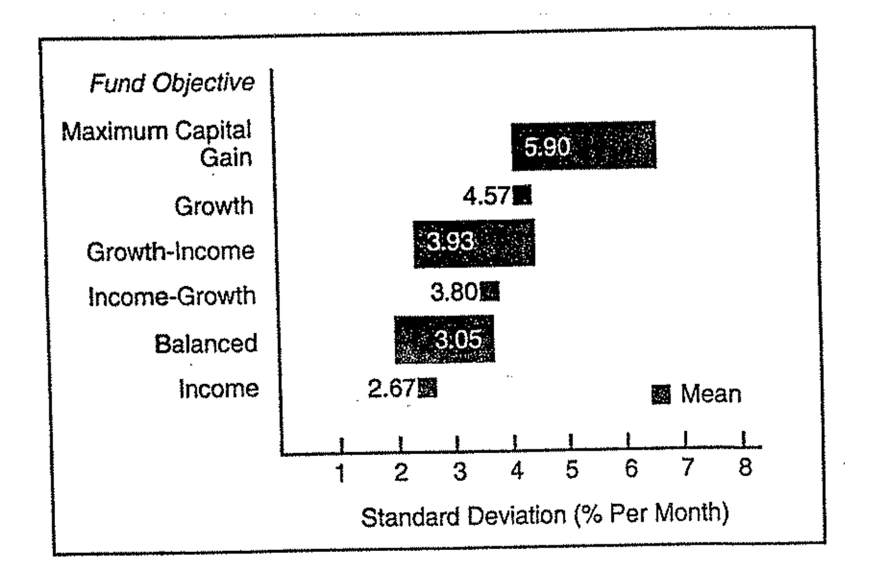
إلى جانب معدل العائد على الإستثمار، ومؤشرات الأداء التي تقيس أداء الصندوق وفقاً لمعياري العائد والمخاطر، ثمة جوانب أُخرى لتقييم أداء الصندوق ينبغي الوقوف عليها، ونقصد بها مدى إمكانية المحافظة على مستوى المخاطر المحدد في هدف إنشاء الصندوق، والتأكد من ملاءمة مستوى التنويع، والتأكد من تحقيق عائد ملائم، إضافة إلى الوقوف على حجم التكاليف التي يتكبدها المستثمر ومدى تأثيرها على العائد الذي يحققه.

١) المحافظة على مستوى المخاطر:

من بين المعايير الأخرى لأداء صناديق الإستثمار هو مدى قدرة الإدارة على المحافظة على مستوى المخاطر التي ينطوي عليها الإستثمار في الصندوق. وذلك مقارنة مع مستوى المخاطر المحدد في هدف إنشائه. وفي هذا الصدد نقدم ملخصاً لنتائج إحدى الدراسات التي أجريت على ١٢٣ صندوق إستثمار، تتباين فيما بينها من حيث مستوى المخاطر المحدد في قرار تأسيس الصندوق، وهو ما يوضحه شكل ٤-١.

شكل ٤-١

تباين مستوى مخاطر الإستثمار



وكما هو واضح يمثل المحور الرأسي تصنيفاً للصناديق وفقاً للهدف المحدد من حيث المخاطر. فالصناديق التي تستهدف تعظيم

الأرباح الرأسمالية "Maximum Capital Gain Funds" تأتي في القمة، ثم تتدرج الصناديق تنازلياً من حيث حجم المخاطر لتنتهي بالصناديق التي تستهدف تحقيق دخول جارية "Income Funds" وهي أقلها مخاطر. أما المحور الأفقي فيمثل الإنحراف المعياري لمعدل العائد على الإستثمار، الذي يوضحه بسط المعادلة ٤-١، والمحسوب على أساس شهري لفترة زمنية قوامها عشر سنوات(١١).

هذا ويمثل كل مستطيل المدى للإنحراف المعياري، لكل نوع من الصناديق الموضحة على المحور الرأسي. أما المربع في داخل كل مستطيل فيمثل متوسط الإنحراف المعياري لعائد مجموعة الصناديق التي تتماثل في الهدف أي التي تندرج تحت نوع معين.

وكما يبدو فإن هناك إرتباطاً واضحاً بين مستوى المخاطر المحدد في هدف الصندوق، وبين المخاطر الفعلية. فكلما ارتفعت (إنخفضت) المخاطر المحددة في الهدف، إرتفعت (إنخفضت) المخاطر الفعلية. ومع هذا فإن تداخل المربعات يعني أن بعض الصناديق التي اشتملت أهدافها على مخاطر منخفضة نسبياً، كانت مخاطرها الفعلية أكبر من المخاطر الفعلية لصناديق أخرى اشتملت أهدافها على مخاطر أكبر.

---

(١١) هذا يعني أن الإنحراف المعياري قد تم حسابه على أساس ١٢٠ مفردة وهي ١٢ مفردة سنوياً (بمعدل مفردة شهريا) لمدة عشر سنوات.

٢) قياس مستوى التنويع:

من بين الأسباب المشجعة لشراء أسهم شركات الإستثمار، المستوى العالي من التنويع الذي تتسم به تشكيلات الأوراق المالية التي تتضمنها الصناديق التي تكونها. فأسهم شركات الإستثمار عادة ما تمثل الجانب الأكبر من إستثمارات بعض الأفراد. الأمر الذي يجعل من الأهمية بمكان ضرورة الإطمئنان على أن تشكيلة الأوراق المالية التي يتضمنها الصندوق على مستوى عالٍ من التنويع. وفي إحدى الدراسات التي قامت بها مؤسسة ميرل لنش "Merrill Lynch" تم إيجاد معدل العائد على الإستثمار الربع سنوي لمدة خمس سنوات. وذلك لمائة صندوق إستثمار باستخدام المعادلة ٤-١ التي سبقت الإشارة إليها في هذا القسم. كذلك تم إيجاد ذات المعدل لمؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ - لذات الفترة الزمنية - بوصفه مؤشراً يعكس محفظة السوق التي هي على درجة عالية من التنويع.

بعد ذلك تم إيجاد الإنحراف المعياري لعائد تلك الصناديق. وكذا الإنحراف المعياري لعائد مؤشر ستاندرد آند بور. وبإيجاد قيمة معامل التحديد "Coefficient of Determination (R2)" اتضح أنها تساوي ٩٠٪. بما يعني أن ٩٠٪ من التباين في عائد تلك الصناديق، يعزى للتباين في عائد السوق الذي يعكسه مؤشر ستاندرد آند بور. وهو ما يعني ضمنياً أن تلك الصناديق على درجة عالية من التنويع. وبالطبع يمكن أن تقتصر الدراسة على البيانات المتاحة عن صندوق الإستثمار الذي يهم المستثمر، ليقارنه بالبيانات المتاحة لأحد المؤشرات.

٣) قياس متوسط معدل العائد:

قد يكون من الملائم الإطمئنان على مدى ملاءمة معدل العائد على الإستثمار الذي يتولد عن الصندوق. يتم ذلك بمقارنة متوسط العائد عن الصندوق مع متوسط العائد لأحد المؤشرات المناسبة. وفي الولايات المتحدة الأمريكية تنشر مجلة بارون "Barron" أسبوعياً متوسط العائد لعدد من المؤشرات تعدها مؤسسة ليبر لخدمات التحليل "Lipper Analytical Services" كما تنشر متوسط العائد لمؤشر دوجونز ومؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠.

وفي حالة صناديق الإستثمار التي تتكون غالبيتها من أسهم عادية. يتم مقارنتها بعائد محفظة استرشادية "Benchmark Portfolio" لأحد مؤشرات السوق مثل مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠، إضافة إلى إستثمار خالٍ من المخاطر أي أوراق مالية حكومية لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة.وبالطبع تتوقف التوليفة على مستوى المخاطر لإستثمارات الصندوق. فلو أن معامل بيتا لعائد إستثمارات الصندوق يساوي ٧ر٠. فإن المحفظة الاسترشادية المفترضة التي ستستخدم في المقارنة. لا بد وأن تتكون من إستثمارات في تشكيلية من الأسهم مماثلة لتلك التي يتكون منها مؤشر السوق قوامها ٧٠٪ من قيمة إجمالي إستثمارات المحافظة. واستثمارات في أوراق مالية خالية من المخاطر قوامها ٣٠٪.

٤) قياس التكاليف:

هناك نوعان من التكاليف يصاحبان صناديق الإستثمار. النوع الأول هي التكاليف المباشرة التي يمكن قياسها، ويقصد بها أتعاب الإدارة والمصاريف الإدارية. وهذه التكاليف عادة ما تكون منشورة. أما النوع الثاني فهي تكاليف المعاملات. وهي تكاليف غير مباشرة وتنقسم بدورها إلى تكاليف يمكن قياسها وأخرى يصعب قياسها. ويقصد بالتكاليف التي يسهل قياسها عمولة السمسرة وعادة ما تتوافر عنها بيانات منشورة. أما التكاليف التي يصعب قياسها فهي هامش ربح بيع وشراء السهم "Bid-Ask Spread" إضافة إلى التأثير الذي تحدثه الصفقات الكبيرة - بيعاً أو شراءً - علي القيمة السوقية للسهم، والتي سبقت الإشارة إليها في القسم الثاني من هذا الفصل.

ولقياس تأثير تلك التكاليف على العائد على الإستثمار، عادة ما يتم حساب نصيب السهم من التكاليف المباشر إضافة إلي عمولة السمسرة، ثم يضاف الناتج إلى بسط المعادلة ٤-١، لنحصل على معدل العائد الإجمالي. فإذا طرح منه أو قورن معه معدل العائد الصافي المحسوب بالمعادلة ٤-١، نحصل على التأثير الذي أحدثته تلك التكاليف. ففي المثال المصاحب لتلك المعادلة، لو أن نصيب السهم الواحد من تلك التكاليف ٤ قروش أي ٠٤ر٠ جنيه فإن المعدل الإجمالي - وليس الصافي - للعائد على الإستثمار سوف يبلغ ٤ر١٪.

$$م^* = \frac{(١١ر٣٠) + ١٥ر٠ + ١٢ر٠}{٣٠} = ١ر٤\%$$

حيث م* تمثل المعدل الإجمالي للعائد على الإستثمار.

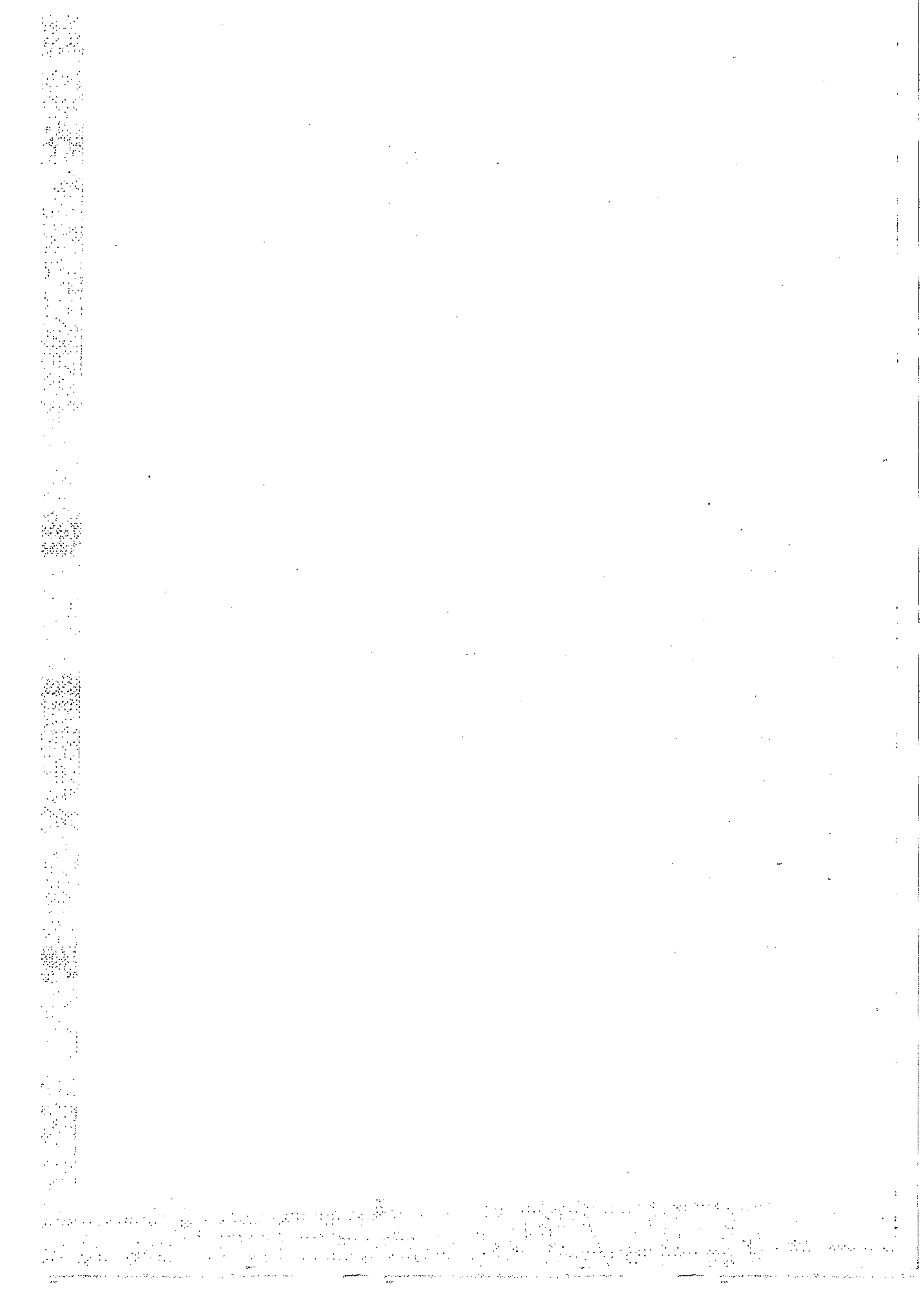
يكشف المعدل الإجمالي عن معدل العائد على الإستثمار لو لم يكن هناك وجود لتلك التكاليف. وبمقارنة المعدل الإجمالي بالمعدل الصافي (٢٧ر١٪) الذي توصلنا إليه في الصفحات السابقة. يتضح أن العائد نتيجة تلك التكاليف يبلغ ١٣ر٪ (١ر٤٪ -٢٧ر١٪). وبالطبع يمكن إجراء المقارنة بين الصناديق المختلفة لمعرفة حجم التأثير الذي تحدثه تلك التكاليف على العائد على الإستثمار.

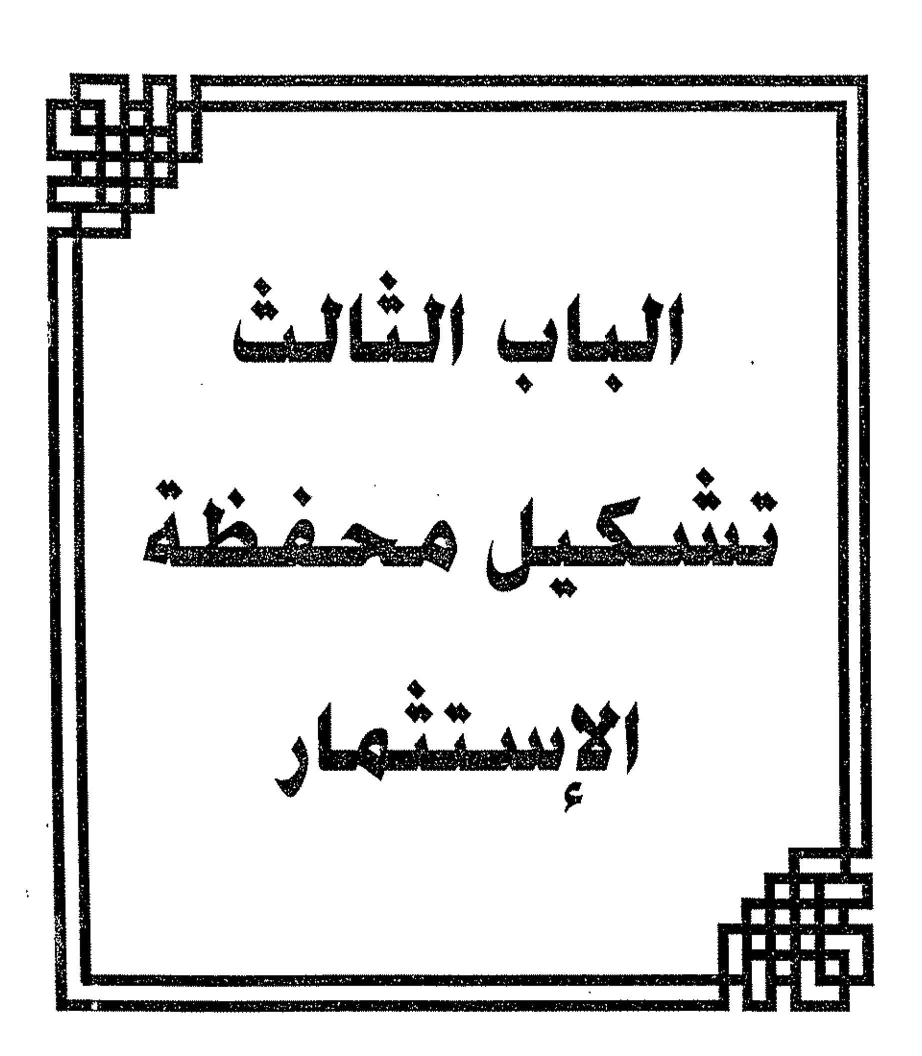
وأخيراً. نختتم هذا الفصل بالإشارة إلى أن لجنة الأوراق المالية والبورصة في الولايات المتحدة. كانت قد أجرت دراسة على شركات الإستثمار. كشفت عن أنه لا يوجد تأثير لأي من العوامل الآتية على إجمالي العائد على الإستثمار: حجم الإستثمار في الصندوق. حجم الإستثمارات الكلية لشركة الإستثمار. ما إذا كانت هناك تكاليف شراء لسهم الشركة أم لا. ومن ناحية أخرى فقد وُجدت علاقة عكسية بين معدل العائد على الإستثمار وبين معدل دوران محفظة الصندوق. بمعنى أنه كلما تكررت عملية إجراء التعديل والتغيير في تشكيلة الأوراق المالية التي يتكون منها الصندوق - لاغتنام فرص التباين بين القيمة السوقية

للأوراق المالية وقيمتها الحقيقية - كلما انخفض معدل العائد على الإستثمار. ومن بين التفسيرات لتلك العلاقة العكسية أنه في ظل السوق الكفء، تكون تكاليف المعاملات المصاحبة لعملية الشراء والبيع التي يستلزمها التعديل، أكبر من العائد الذي يمكن تحقيقه من اغتنام تلك الفرص.

الخلاصـــة:

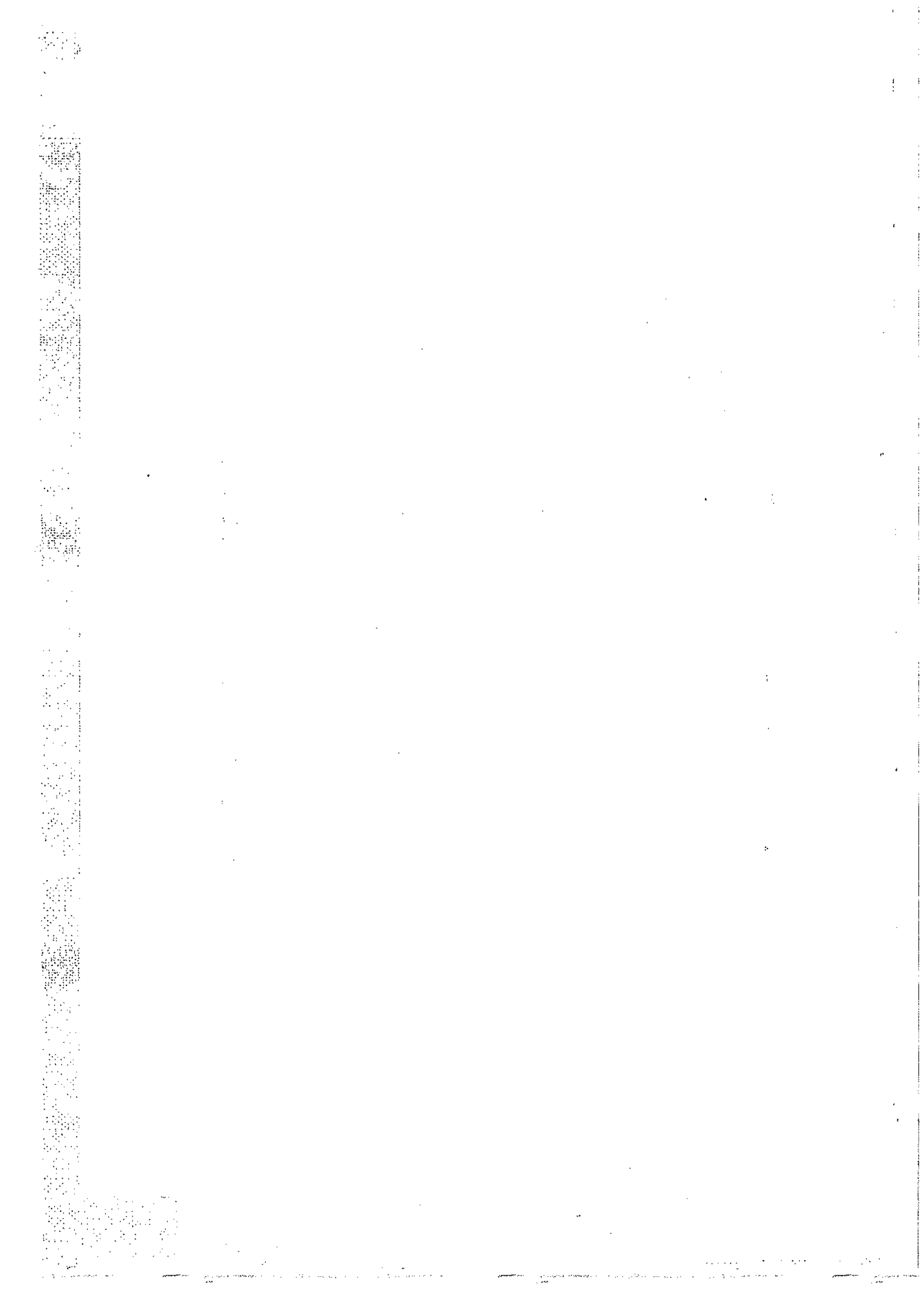
تأخذ شركات الإستثمار شكلاً تنظيمياً يماثل غيرها من الشركات وتتأسس الشركة بواسطة مجلس الإدارة الذي يختاره بيت المشورة المختص. أما الإدارة التنفيذية فتوكل لبيت المشورة بناءً على عقد يستمر لمدة سنتين، على أن يكون تجديده بعد ذلك على أساس سنوي. ويحدد نظام الشركة السياسات الرئيسية للإستثمار، والتكاليف المقرر أن يتحملها المستثمر، والكيفية التي يمكن بها للمستثمر أن يشتري أسهم الشركة، وكذا كيفية إدارة حساب العميل. ويحكم شركات الإستثمار تشريعات قانونية تستهدف حماية المستثمرين. وتدور تلك التشريعات في أربعة محاور أساسية، هي: توفير البيانات للمستثمرين، وضمان ملاءمة الهيئة القائمة على شؤون الإدارة، وتحديد إطار رسوم الشراء، ثم المعاملة الضريبية. ويتوافر للمستثمر أساليب بديلة لتقييم أداء شركات الإستثمار، بشكل يتيح له المفاضلة بينها واختيار الشركة التي يتعامل معها.





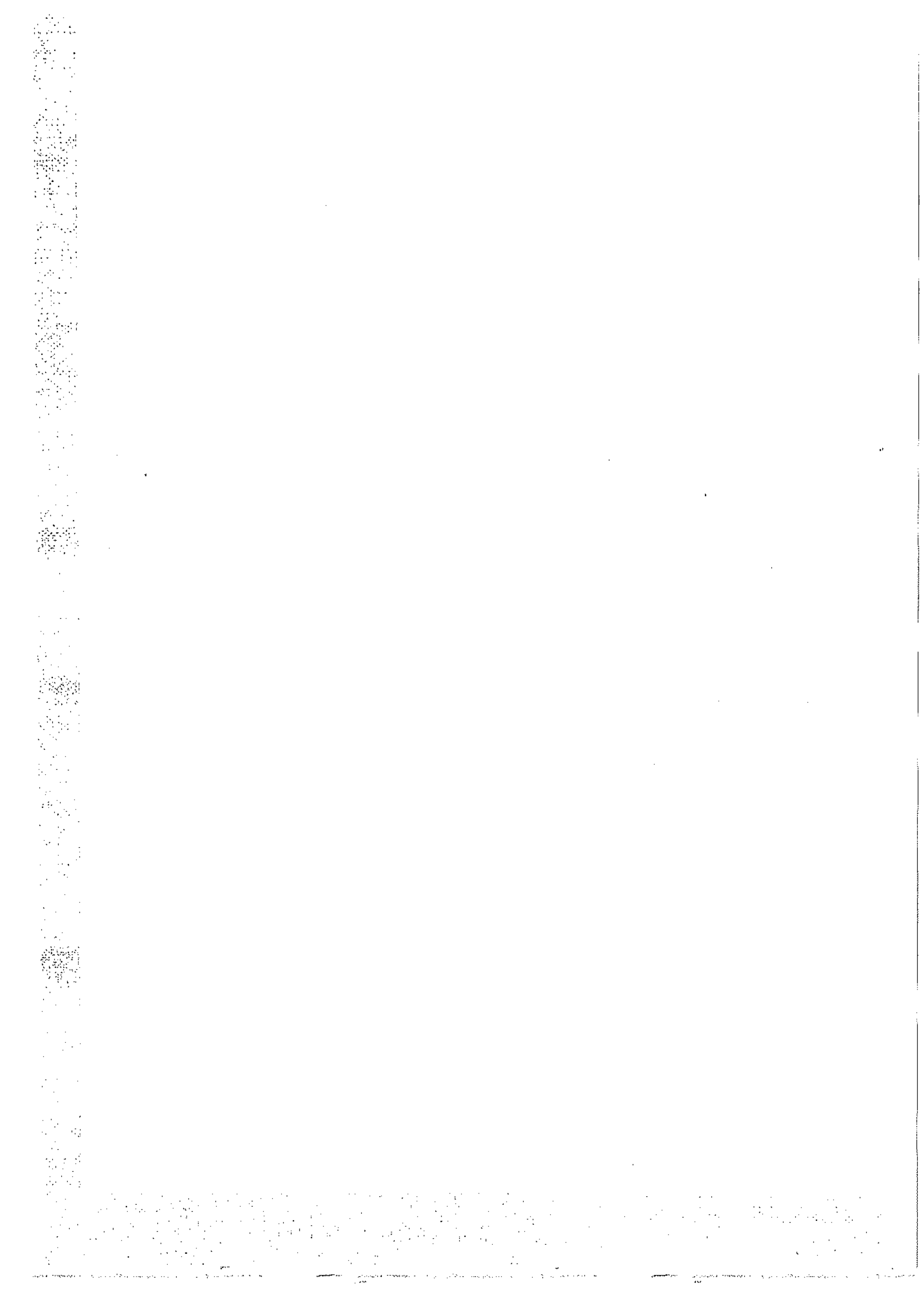
الباب الثالث

تشكيل محفظة الإستثمار



عرض الباب الأول للأوراق المالية المتداولة في أسواق المال. بينما عرض الباب الثاني لصناديق الإستثمار التي تشكلها شركات الإستثمار. وتتمثل ملكية المستثمر الذي يوحد مدخراته وإلى صندوق إستثمار في شهادة دالة على ملكيته لحصة محددة في مكونات الصندوق. وعادة ما يكون الصندوق على درجة عالية من التنويع؛ إذ يتضمن تشكيلة كبيرة من الأوراق المالية. لذا فإن حصة الملكية التي تتمثل في سهم شركة الإستثمار لا بد وأن تنطوي على قدر من المخاطر يقل عن ذلك الذي ينطوي عليه سهم أي شركة أخرى. وهكذا، لا يبدو أن هناك مشكلة تتعلق بالمخاطر بالتسبة للمستثمرين الذين يوجهون مدخراتهم للإستثمارفي تلك الصناديق.

أما بالنسبة لأولئك الذين يوجهون مدخراتهم للاستثمار المباشر في الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات الأخرى، فإن قضية تنويع الإستثمارات تصبح لها الأولوية. وحتى يتاح للقارىء قدراً أكبر من المعرفة في هذا الشأن، فقد آثرنا أن نركز في الفصل الخامس على كيفية تشكيل محفظة الإستثمار لمصرف تجاري. أما السبب فهو أن محفظة إستثمارات المصرف هي من الشمول، بحيث يمكن أن تكون مرشداً لكبار المستثمرين، والمؤسسات المالية الأخرى، بما فيها مستشارو الإستثمار الذين يبيعون خدماتهم للمستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بأسواق رأس المال. أما بالنسبة لصغار المستثمرين الذين قد لا تناسبهم صناديق الإستثمار، فسوف نقدم لهم إستراتيجيات بديلة لتخفيض المخاطر، سيعرض لها الفصل السادس.الفصل الخامس



الفصل الخامس

إدارة محفظة المصرف التجاري

تتكون محفظة المصرف من مجموعة القروض ومجموعة الأوراق المالية التي استثمر فيها المصرف أمواله. ويمثل عائد تلك المحفظة المصدر الرئيسي الذي يعتمد عليه المصرف لمواجهة الأعباء الأساسية، مثل سداد الفوائد المستحقة على الودائع، وإجراء توزيعات على المساهمين، وتنمية الأرباح المحتجزة لمواجهة التوسعات المستقبلة. لذا، فمن المتوقع أن يكون للنجاح في إدارة محفظة المصرف آثار محمودة على قدرة المصرف على الإضطلاع بتلك الأعباء. وتقتضي الإدارة الجيدة لمحفظة المصرف ضرورة تحديد أهدافها، على اعتبار أن الأهداف هي الإطار الذي تصاغ في ضوئها السياسات الاستثمارية للمحفظة. وبناءً عليه، سوف يعرض القسم الأول من هذا الفصل لأهداف المحفظة، نتبعه بالقسم الثاني الذي يتناول السياسات التي تحكمها.

ماهية أهداف المحفظة :

تتمثل أهداف إدارة المحفظة في تحقيق أقصى عائد، وضمان تلبية حاجة المصرف للسيولة، وتجنب التعرض لمخاطر الإفلاس. ويضيف المؤلف هدفاً آخر يتمثل في عدم التضحية بالعلاقة الوثيقة مع كبار المودعين. غير أن الملاحظ وجود تعارض بين هدف تحقيق أقصى عائد وبين الأهداف الثلاثة الأخرى، في الوقت الذي يسعى فيه المصرف إلى تحقيق هذه

الأهداف كافـة. وفي هذا الصـدد نشير إلـى أن الربحيـة (تحقيق أقـصى عائد) والسيـولة (تجنب العسر المالي) هما هدفان توأمان، ومع ذلـك فهما متـعارضـان. فمن ناحيـة ينبغي أن تقـوم إدارة المحفظة باسـتثـمار الموارد المالية المتاحة بما يضمن تحقيق أقصى عائد، وبما يضمن أيضاً الإبقاء على قدر ملائم من الأموال السائلة التي تكفي لمواجهة الالتزامات. ومن هنا يبدو الهدفـان توأمان بل وضروريان. غير أن الإستـغلال الكفء للمـوارد المتاحـة بما يحقق أقـصى عائد، يقـتضى اسـتثـمار الموارد المتاحة كـافة بطريقـة تمنع وجـود أي أرصـدة نقـدية لا لزوم لهـا. فكل جنيـه من تلك الأرصدة، ينبغي أن يسـتثـمر إما في قـروض أو فـي أوراق ماليـة أو فـي أي مجال استثـماري آخر. غير أن قيام إدارة المصرف باستـغلال الموارد المتاحة على هذا النـحـو، قـد يعني تعـرض المصـرف لمخاطر الفـشـل في تلبـية الإحتياجات الطارئة للمودعين. ومن ثم يبدو التعارض بين الهدفين.

والشيء نفسـه يمكن أن يقال عن العلاقة بين هدف الربحية وبين هدف تجنب الإفلاس. فـمن ناحية ينبغي أن تقـوم إدارة المصرف باستثـمار الموارد المتاحة في أوجه الإسـتثمار التي يتحقق من ورائها أكبـر عائد ممكن، كما أن عليها أن تتأكـد من سلامة الاستثمار، أي التأكـد من إمكانية استرداد قيمة الأصل المستثمر. وهكذا، يبدو الهـدفان توأمان. غير أن تحقيق أكبر عائد ممكن لن يأتِ إلا باستثمار الأموال في مجالات تنطوي على قدر كبير من المخاطر، الأمر الذي قد يعرض قيمة الأصل المستثمر للضياع، وقد تفوق قيمة الخسائر قيمة صافي حقوق الملكية الأمر الذي ينتهي بإعلان إفلاس المصرف. وهكذا يبدو الهدفان متعارضين. والشيء نفسـه يمكن أن يقال عن العلاقة بين هدف الربحية وهدف توثيق العلاقة مع كبار المودعين.

إن التعارض بين الأهداف على النحو السالف الذكر، يلقي الضوء على مدى أهمية الإدارة الحكيمة لمحفظة المصرف. وتزداد تلك الأهمية إذا ما أدرك القارئ أن أهمية هذه الأهداف للمصارف التجارية، تفوق بكثير أهميتها لمنشآت الأعمال الأخرى.

السياسات التي تحكم إدارة المحفظة:

تتعلق السياسات في هذا الصدد بأمرين مهمين، هما: توزيع مخصصات المحفظة بين القروض والأوراق المالية، وتنويع مكونات المحفظة.

توزيع مخصصات المحفظة:

الأصل أن الإستثمار في الأوراق المالية هو نتيجة لعدم كفاية طلبات الإقتراض التي يتقدم بها العملاء. فلو أن هذه الطلبات غير محدودة لتوقعنا توجيه مخصصات محفظة المصرف كافة لتغطية تلك الطلبات، دون أن يتبقى شيء للإستثمار في الأوراق المالية [1]. بعبارة أكثر تحديداً تؤدي الظروف الاقتصادية دوراً حاسماً في توزيع مخصصات المحفظة بين الاستثمار في القروض وبين الإستثمار في الأوراق المالية. ففي حالة الركود الاقتصادي ينخفض الطلب على القروض، رغم محاولة المصرف تخفيض معايير قبول طلبات الإقتراض، ورغم استعداده لتلبية طلبات اقتراض يتقدم بها أفراد أو منشآت ليس لهم ودائع لديه. وكنتيجة لهذا النقص في الطلب على القروض، يجد البنك نفسه

---

(١) لا يدخل في ذلك الإستثمار في الأوراق المالية لغرض الإحتياطي الثانوي، إذ إن الإستثمار فيها حتمي لأسباب تتعلق بالسيولة.

مـضطراً إلى توجيـه مـا تبقى من مـخـصصـات مـحفظة المصـرف إلى الإستثمار في الأوراق المالية.

أما في حالة الرواج الاقتصادي وزيادة طلبات الإقتراض عن الموارد المالية المتاحة للمـصرف، يصبـح من المتوقع قـيام المصـرف برفع معـايير قـبول طلبات الاقتـراض، واستبعـاد الطلبات الحدية، وكذا الطلبـات التي يتقدم بها عـملاء من غير المودعين. ليس هـذا فقط بل قـد يعمد المـصرف إلى الحصـول على معدل فـائدة فعلي "Effective Rate" مرتفع عـلى القروض وذلك برفع نسـبـة الرصيـد المعـوض. والعـمـل في الوقت نفـسـه على الحصول على أكبر قدر ممكن من الموارد المالية لزيادة مخصصات محفظة القروض، وذلك للإستفادة من هذه الظروف المواتية. وفي سـعي المصرف لزيادة موارده المالية قد يجد من الصـعب عليه تنمية مزيد من الودائع، إذ غـالبـاً مـا تكون المنافـسـة شـديدة بين المصـارف خـاصـة في مـثل هذه الفترات.

كذلك قد لا تسمح الظروف بتنمية الموارد من خلال إصدار أوراق مالية قصيرة الأجل (مثل شهادات الإيداع القابلة للتداول) أو أوراق مالية طويلة الأجل (مـثل الأسهم والسندات). ذلك أنه في حـالة الرواج تكون أسـعار الفـائدة مـرتفعـة. يضـاف إلى ذلك أن وقـتاً طويلاً سـوف يمضي قـبل أن يستطـيع المصرف إصدار تلك الأوراق وتسـويقهـا، وبخاصـة إذا كانت من النوع طويل الأجل.

وفي ظل هذه القيود يجد المصرف نفـسه في مواجـهة قرار تصفية محـفظة الأوراق المالية، لاستـخدام حصيلتها في تمويل الطلب المتزايد

على القـروض. وهو قـرار يتـوقع أن يتـرتب عليـه تكبـد المصرف خـسـائر رأسمـاليـة، نتيجـة لانخفاض القـيمـة السـوقـيـة للأوراق المعروضـة للبيع، بسـبب ارتفـاع معـدلات الفـائدة فـي السـوق. وعـادة ما تكون الخسـائر مـحـدودة فـي بداية قـرار التـصفـيـة، إذ من المتـوقع أن يبـدأ المصـرف أولاً بتصـفيـة الأوراق الماليـة قصيرة الأجل. وبمجـرد البدء في تصفـيـة الأوراق المالية طويلة الأجل تأخـذ الخسائر الرأسمالية في الزيادة [٢]

وعلى الرغم من تلك الخسـائر يتوقع أن يسـتمر المـصرف في تصفـيـة مكونات محفظة الأوراق الماليه ذلك أن العـائد من إعادة إستثمار حصيلة تلك الأوراق في قروض يتوقع أن يزيد عن الخسـائر الرأسماليـة التي مني بها. وذلك لعـدة أسـبـاب أولها أن المصرف يسـتطيع تحقيق معـدل عائد مرتفع على الأمـوال التي يقرضهـا. فإذا ما كان المـقترض منشأة أعـمال فيـمكن للمصرف أن يفـرض عليها شـرط الرصـيد المعوض، وبخـاصـة في الفترات أي فترات الرواج التي يقل فـيـها المعروض من النقـود ومن المتوقع أن يترتب على ذلك الشـرط تحقيق المصـرف لمعدل فائدة فعلي مـرتفع قد يكفـي لتعويضه عن الخسائر الناجمة عن تصفية محفظة الأوراق المالية. فلو أن قيمة القرض ١٠٠ ألف جنيه وقيمة الرصيد المعوض ٢٠ ألف جنيه ومعـدل الفائدة الأسـمي على القرض ١٥٪. فإن مـعدل الفائـدة الفعلي يصبح ١٨٫٧٥٪ (١٥٠٠٠ ÷ (١٠٠٠٠٠ - ٢٠٠٠٠)). أما إذا كان المقترض أحد الأفراد فيـمكن للمصرف أن يشـترط سـداد القرض على أقـسـاط، وهو ما يؤدي أيضـاً إلى تحقـيق مـعدل فـائدة فعلي مـرتفع على القـرض فإذا مـا

---

(٢) في فترات الرواج عندمـا تكون أسعار الفائدة في ارتفاع، يكون انخـفاض القيمة السـوقية للأوراق المالية (الخسائر الرأسمالية) طويلة الأجل كبـير بالمقارنة بالأوراق المالية قصيرة الأجل. ويمكن للقارىء أن يرجع في ذلك إلى كتاب البنوك التجارية، مدخل اتخاذ القرارات، للمؤلف.

حصل العميل على قرض قدره ١٢٠٠ جنيه لمدة عام، يسدد على أقساط شهرية متساوية في مقابل فائدة قدرها ٩٠ جنيهاً. فإن معدل الفائدة الأسمي يصبح ٧٫٥٪ (٩٠ ÷ ١٢٠٠) أما معدل الفائدة الفعلي فيصل إلى ١٣٫٨٥٪ (٩٠ ÷ ٦٥٠). فالعميل يدفع فوائد قدرها ٩٠ جنيهاً على قرض يبلغ متوسطه خلال السنة ٦٥٠ جنيهاً [٣].

١٢٠٠ + ١١٠٠ + ... + ١٠٠ = ٧٨٠٠ ÷ ١٢ = ٦٥٠.

أما السبب الثاني الذي يشجع المصرف على قبول خسائر رأسمالية نتيجة لتصفية جزء من محفظة الأوراق المالية، هو أن الخسائر الرأسمالية لا يتحملها المصرف بالكامل، نظراً لأنها تعد من البنود التي تخصم من الإيرادات قبل خصم الضريبة، مما يعني تحقيق المصرف لوفورات ضريبة تقدر بقيمة الخسائر مضروبة في معدل الضريبة. يضاف إلى ذلك سبب ثالث هو أن المصرف لا يمكنه التخلي عن عملائه في وقت الشدة [٤]، وإلا كان لذلك آثار عكسية على الربحية في المدى الطويل.

ولعل القارىء يتساءل عن موقف المصرف إذا ما أصبحت الخسائر الرأسمالية من تصفية محفظة الأوراق المالية كبيرة، بحيث لا يمكن تغطيتها من العائد المباشر وغير المباشر، الحالي والمستقبل الذي يمكن أن يتولد عن القروض [٥] الرد على ذلك يتمثل في توقف المصرف عن تصفية ما تبقى لديه من أوراق مالية..

---

(٣) للمزيد عن الرصيد المعوض، وسداد القرض على أقساط، يمكن الرجوع إلى كتاب إدارة البنوك التجارية: مدخل إتخاذ القرارات، للمؤلف.

(٤) في فترات الرواج يزداد الطلب على النقود ويقل حجم المعروض منها، وهو ما يمثل مشكلة لمنشآت الأعمال.

(٥) من الأمثلة على العائد غير المباشر الذي يحققه البنك من وراء إستثمار أرصدة الودائع للعميل.

مرة أخرى قد يتساءل القارئ - ويكون تساؤله في محله - عما إذا كان من الممكن للمصرف رفع معدل الفوائد على القروض، بشكل يمكن معه استيعاب الخسائر الرأسمالية الكبيرة الناجمة عن تصفية المزيد من الأوراق المالية. الرد على هذا التساؤل هو بالإيجاب. غير أن هناك قيوداً على المدى الذي يمكن أن يذهب المصرف إليه في هذا الشأن. فقدرة المصرف على رفع معدلات الفائدة على القروض محكوم بالحد الأقصى على الفوائد. الذي عادة ما يحدده المصرف المركزي لحماية المقترضين من الأفراد. وبالنسبة للمقترضين من غير الأفراد نجد أن البنك محكوم في ذلك بمعدلات الفائدة التي يعرضها المنافسون من مصارف ومؤسسات مالية أخرى.

والآن، وبعد دراسة العوامل المؤثرة في توزيع مخصصات محفظة المصرف بين القروض وبين الأوراق المالية، كيف يتم صياغة سياسات المصرف بشأن توزيع مخصصات المحفظة؟ من المتوقع أن تصاغ السياسة بشيء من العمومية، إذ قد يكتفي بالنص على أن تصفية الأوراق المالية - في حالات الرواج - ينبغي أن تتوقف عند النقطة التي تفوق فيها الخسائر الرأسمالية من بيع الأوراق المالية العائد المتوقع من الإستثمار في القروض التي توجه لها حصيلة تصفية تلك الأوراق. أما في حالة الركود وما يصحبه من انخفاض في الطلب على القروض، فينبغي أن تنص السياسة على توجيه الموارد المالية المتبقية من مخصصات محفظة القروض إلى الإستثمار في الأوراق المالية.

تنويع مكونات المحفظة:

يقصد بالتنويع "Diversification" قرار المصرف الخاص بتشكيلة أو توليفة الإستثمارات التي تتكون منها المحفظة (سواء محفظة القروض أو محفظة الأوراق المالية). ومن شأن التشكيل الجيد تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة. دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم ذلك العائد. هذا وتوجد أسس مختلفة للتشكيل أو التنويع من أهمها تنويع جهة الإصدار. وتنويع تواريخ الإستحقاق. وفي تناولنا لسياسة التنويع سوف نعرض لها أولاً من وجهة نظر محفظة الأوراق المالية. ثم من وجهة نظر محفظة القروض.

أولاً: تنويع جهة الإصدار:

يقصد بتنويع جهة الإصدار عدم توجيه مخصصات المحفظة إلى أوراق مالية تصدرها منشأة واحدة. بل ينبغي تنويع جهة إصدار تلك الأوراق. وثمة أسلوبان شائعان في هذا الصدد. هما : أسلوب التنويع أو التشكيل الساذج. وأسلوب ماركوتز.

١) التنويع الساذج:

يقوم أسلوب التنويع الساذج "Naive Diversification" أو أسلوب التنويع البسيط على فكرة أساسية هي أنه كلما زاد تنويع الإستثمارات التي تضمها المحفظة. انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدها. فمحفظة الأوراق المالية التي تتكون من سندات أصدرتها ثلاث مؤسسات. يتعرض عائدها لمخاطر أقل من المخاطر التي تتعرض لها محفظة أخرى تتكون من سندات

أصدرتها مؤسستان. والمحفظة التي تتكون من سندات أصدرتها أربع مؤسسات تعد أفضل (من وجهة نظر المخاطر) من المحفظة التي تتكون من سندات أصدرتها ثلاث مؤسسات وهكذا. ويمكن التعبير عن أسلوب التنويع الساذج بالحكمة التي تقول: لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة "Not putting all the eggs in one basket, or spreading the risks".

وفي مجال صناعة المصارف قد يأخذ التنويع الساذج صورة تتمثل في وضع حد أقصى للمبالغ المستثمرة في إصدار واحد. كأن يقرر المصرف مثلاً ألا يزيد حجم الأموال المستثمرة في أي إصدار عن ٥٪ من حقوق الملكية أو من مجموع مخصصات المحفظة. وذلك كوسيلة لعدم تركيز موارد المصرف في عدد محدود من الإستثمارات. وفي هذا الصدد تشير الدراسة الشهيرة التي قام بها إفانز وآرشر، إلى أن أسلوب التنويع الساذج يضمن التخلص من الجانب الأكبر من المخاطر ذات الصبغة الخاصة أي المخاطر غير المنظمة "Unsystematic" وذلك أذا ما اشتملت المحفظة على استثمارات مختارة عشوائياً يتراوح عددها بين ١٠ إلى ١٥ نوعاً من الإستثمارات. على أن يؤخذ في الحسبان عدم المغالاة في تنويع مكونات المحفظة، لما لذلك من آثار عكسية أهمها:

(أ) صعوبة إدارة المحفظة: تقتضي إدارة المحفظة التحليل المستمر للمركز المالي للمنشآت المصدرة للأوراق المالية التي تتضمنها. وعندما تتكون المحفظة من استثمارات أصدرتها منشآت عديدة، تزداد صعوبة إدارتها كما تصبح أكثر تكلفة.

(ب) تكلفة عالية للبحث عن استثمارات جديدة: كلما مالت سياسة المصرف إلى المغالاة في تنويع مكونات المحفظة، زادت تكاليف البحث عن استثمارات جديدة لضمها إلى المحفظة.

(ج) إتخاذ قرارات إستثمارية غير سليمة: قد يترتب على المغالاة في التنويع قيام المصرف بالإستثمار في أوراق مالية يتولد عنها عائد لا يتلاءم مع المخاطر التي تنطوي عليها. فكلما زاد عدد الإصدارات التي ينبغي أن تضم إلى المحفظة، تضاءلت فرص الإستثمار في أوراق مالية جيدة.

(د) إرتفاع متوسط تكاليف الشراء: يترتب على المغالاة في التنويع أرتفاع في تكاليف شراء الإستثمارات. فالمغالاة في التنويع تعني شراء كميات صغيرة من كل إصدار، وهذا يؤدي بدوره إلى ارتفاع متوسط العمولات المدفوعة للسماسرة.

٢) تنويع ماركوتز:

على عكس أسلوب التنويع الساذج الذي يقضي باختيار الإستثمارات المكونة للمحفظة عشوائياً، نجد أن أسلوب ماركوتز "Markowitz Diversification" يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الإستثمارات، وذلك بمراعاة درجة الإرتباط (معامل الإرتباط) بين العوائد المتولدة عنها. فعندما تكون هناك علاقة طرية بين عوائد الإستثمارات التي تتكون منها المحفظة فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر، مما لو كانت تلك العوائد مستقلة (أي لا

يوجد بينها علاقة) أو توجد بينها علاقة عكسية.

ولما كان معامل الإرتباط موجباً أو سالباً، كما أنه يتراوح بين +١، -١ فلقد استنتج ماركوتز أنه كلما انخفض معامل الإرتباط بين عوائد الإستثمارات الفردية، انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة. يضاف إلى ذلك أن هذا الأسلوب في التنويع قد ينجح ليس فقط في التخلص من المخاطر الخاصة، بل والتخلص من جزء من المخاطر العامة.

ولإلقاء مزيد من الضوء على مدى أهمية طبيعة معمل الإرتباط وحجمه، في تحديد حجم المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، سنفترض قيام أحد المصارف باستثمار الموارد المالية المخصصة لمحفظة الأوراق المالية في نوعين من السندات، هما: سندات إحدى المنشآت العاملة في نشاط إصلاح الأراضي، وسندات إحدى المنشآت العاملة في تسويق الآلات الزراعية. فإذا قامت الدولة بتقديم بعض التيسيرات للمنشآت العاملة في مجال إصلاح الأراضي رغبة منها في تشجيع التوسع الأفقي في الرقعة الزراعية، فمن المتوقع أن يتحسن مركز سندات تلك المنشأة في السوق، الأمر الذي يحقق للمستثمرين فيها (ومن بينهم المصرف المذكور) أرباحاً رأسمالية. وإذا ما ازدهر نشاط إصلاح الأراضي فمن المتوقع أن يتحسن أيضاً نشاط المنشآت العاملة في مجال تسويق الآلات الزراعية، وبالتالي ترتفع أسعار السندات التي أصدرتها مما يعني في النهاية تحقيق المصرف لمزيد من الأرباح الرأسمالية. وعلى

العكس، إذا ما أصاب نشاط إصلاح الأراضي بعض الكساد. حينئذ يتوقع أن تنخفض القيمة السوقية لسندات المنشآت العاملة في ذلك النشاط. كما يتوقع أن تنخفض أيضاً القيمة السوقية لسندات شركات تسويق الآلات الزراعية.

وطالما أن التغير في العائد المتولد عن النوع الأول من السندات تبعه تغير في نفس الإتجاه في العائد المتولد عن النوع الثاني. فإنه يمكن القول بأن هناك إرتباطاً كاملاً موجباً (معامل الإرتباط =١) بين عائديهما. والآن ما هي درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة المذكورة؟ تقاس درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة بمقتضى المعادلة ٥-١.

$$\sigma = \sqrt{\text{و}_1^2\,\sigma_1^2 + \text{و}_2^2\,\sigma_2^2 + 2\,\text{و}_1\,\text{و}_2\,\sigma_1\,\sigma_2\,\text{ط}_{12}} \qquad (٥-١)$$

وحيث أنه في حالة الارتباط الكامل تكون ط= ١. لذا يتوقع أن تصبح المعادلة المذكورة في الصورة التالية [٦]:

$$\sigma = \sqrt{\text{و}_1^2\,\sigma_1^2 + \text{و}_2^2\,\sigma_2^2} \qquad (٥-٢)$$

$$\sigma = \text{و}_1\,\sigma_1 + \text{و}_1\,\sigma_2 \qquad (٥-٢أ)$$

وهذا يعني أنه عندما يكونُ معاملُ الإرتباط بين عائد

(٦) للمزيد يمكن الرجوع في ذلك إلى كتاب إدارة البنوك التجارية: مدخل إتخاذ القرارات، للمؤلف.

الإستثمارات كاملاً موجباً. فإن المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة يساوي المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لمخاطر الإستثمارات الفردية المكونة لتلك المحفظة. فإذا افترضنا أن الوزن النسبي لسندات منشأة الإصلاح الزراعي داخل المحفظة تساوي ٤ر والإنحراف المعياري لها ٣٪. وأن الوزن النسبي منشأة تسويق الآلات الزراعية يساوي ٦ر والإنحراف المعياري لها ٤٪. فإنه يمكن إيجاد الإنحراف المعياري للعائد المتولد عن المحفظة التي تتكون فقط من هذين الاستثمارين على النحو التالي:

σ = ٤ر X ٠٣ر + ٦ر X ٠٤ر = ٠٣٦ر٠ = ٦ر٣٪

والآن. سنعرض لحالة ثانية لا توجد فيها علاقة بين عوائد الإستثمارات المكونة لمحفظة الأوراق المالية. أي أن معامل الإرتباط (ط) بين عوائد تلك الإستثمارات يساوي صفر.

مثل هذا الموقف يعني أن التغير في عائد أحد الإستثمارات لا يتبعه تغير في عائد أي من الإستثمارات الأخرى.مثال ذلك قيام البنك باستثمار مخصصات محفظة الأوراق المالية في سندات منشأتين: إحداهما تعمل في نشاط الغزل والنسيج والأخرى تعمل في مجال الإصلاح الزراعي. هنا لا يتوقع أن يزدهر نشاط المنشأة العاملة في مجال الغزل والنسيج. نتيجة للإجراءات الحكومية المتعلقة بتشجيع التوسع الأفقي في الرقعة الزراعية. بعبارة أخرى لن يتبع ارتفاع أسعار سندات منشأة إصلاح الأراضي

ارتفـاع أسعـار سندات المنشأة العاملة في نشاط الغزل والنسيج. ومن ثم تظهر المعادلة ٥-١ على النحو التالي:

$$\sigma = \sqrt{\text{و}_1^2 \sigma_1^2 + \text{و}_2^2 \sigma_2^2} \qquad (٥-٣)$$

وإذا مـا افتـرضنا أن وزن سندات منشأة الغزل والنسيج والإنحراف المعياري للعائد المتولد عنها هو ٤ر، ٣٪ على التوالي (وهو يساوي تماماً وزن سندات منشآت تسويق الآلات الزراعية والإنحراف المعياري لها) فإنه يمكن إيجاد الإنحراف المعياري للمحفظة وذلك على النحو التالي:

$$\sigma = \sqrt{(٠٫٤)^2 (٠٫٠٣)^2 + (٠٫٦)^2 (٠٫٠٤)^2}$$

$$\cong ٠٫٠٢٧ \cong ٢٫٧٪$$

وكما يبدو فإن الإنحراف المعياري لعائد هذه المحفظة أقل من الإنحراف المعياري لعائد المحفظة السابقة. وهذا يعني أنه عندما يكون معامل الإرتباط بين عوائد الإستثمارات يساوي صفراً، فإن المخاطر التي ينطوي عليها عائد المحفظة سوف تنخفض عن المخاطر التي ينطوي عليها عائد محفظة أخرى مماثلة لها، من حيث الأوزان النسبية وحجم مخاطر الإستثمارات الفردية المكونة لها، إلا أن معامل الإرتباط بين تلك الإستثمارات الفردية موجب كامل.

وأخيراً، نعرض لموقف آخر يكون فيه معامل الإرتباط بين عائد

الإستثمارين كامل سالب، بمعنى أن الإنخفاض في العائد المتولد عن أحدهما يصحبه ارتفاع في العائد المتولد عن الإستثمار الآخر. دعنا نفترض أن محفظة الأوراق المالية للمصرف المذكور تتكون من نوعين من السندات، هما: سندات إحدى المنشآت القائمة على تسويق اللحوم البيضاء، وسندات أُخرى للمنشآت القائمة على تسويق اللحوم الحمراء. في ظل هذه الظروف يمكن للقارىء أن يتوقع أن الكساد الذي قد يصاحب تسويق اللحوم الحمراء وما يتبعه من انخفاض في القيمة السوقية لسندات المنشآت العاملة في ذلك النشاط، سوف يصحبه رواج في الطلب على اللحوم البيضاء مما يترتب عليه ارتفاع في القيمة السوقية لسندات المنشآت العاملة في ذلك النشاط. بعبارة أكثر تحديداً سوف يصحب الخسائر الرأسمالية التي حققها المصرف نتيجة لانخفاض القيمة السوقية لسندات المنشأة القائمة على تسويق اللحوم الحمراء، أرباح رأسمالية نتيجة لارتفاع القيمة السوقية لسندات المنشآت العاملة في نشاط اللحوم البيضاء. مثل هذا الموقف يعني أن معامل الإرتباط بين عائد الإستثمارين كامل سالب، أي أن معامل الإرتباط (ط) يساوي - ٠١ وإذا كان الأمر كذلك فإن المعادلة ٥-١ سوف تأخذ الصورة التالية:

$$\sigma = \sqrt{\text{و}_{1}^{2}\sigma_{1}^{2} + \text{و}_{2}^{2}\sigma_{2}^{2} - \text{و}_{1}\text{و}_{2}\sigma_{1}\sigma_{2}}$$

أي أن

$$\sigma = \sqrt{(\text{و}_{1}\sigma_{1} - \text{و}_{2}\sigma_{2})}$$

$$\sigma = \text{و}_{1}\sigma_{1} - \text{و}_{2}\sigma_{2} \qquad (٥-٤)$$

أي أنه في حالة الإرتباط الكامل السالب (ط=-١) بين عائد الإستثمارات المكونة للمحفظة (على فرض أنها تتكون من إستثمارين فقط) فإن مخاطر المحفظة سوف تعادل الإنحراف المعياري لأحد الإستثمارات مضروباً في وزنه، مطروحاً منه الإنحراف المعياري للإستثمار الآخر مضروباً في وزنه. أي أن الإنحراف المعياري للمحفظة سوف ينخفض عن الإنحراف المعياري لأكثر الإستثمارات الفردية- المكونة للمحفظة- تعرضاً للمخاطر، كما ستنخفض عن مخاطر محفظة أخرى مماثلة لها تماماً إلا أن معامل الإرتباط بين عوائد إستثماراتها يساوي الواحد الصحيح (كامل موجب) أو يساوي صفراً (لا يوجد إرتباط).

وللتحقق من ذلك الإستنتاج. سنفترض أن الأوزان والإنحرافات المعيارية للإستثمارات المكونة للمحفظة التي تتكون من سندات كل من منشأة تسويق اللحوم البيضاء ومنشأة تسويق اللحوم الحمراء، تعادل تماماً الأوزان والإنحرافات المعيارية للإستثمارات المكونة للمحفظة التي تضم سندات منشأة الإصلاح الزراعي، وسندات منشأة الغزل والنسيج. والآن سنقوم بحساب الإنحراف المعياري لعائد المحفظة المذكورة في ظل معامل إرتباط كامل سالب.

$$\sigma = ٤ر٠ (٠ر٠٣) - ٦ر٠ (٠ر٠٤) = -٠ر٠١٢ = -٢ر١\%$$

أي أن المخاطر التي تنطوي عليها هذه المحفظة تقل عن المخاطر التي تنطوي عليها أي من المحفظتين السابقتين. مع ملاحظة أن

الإشـارة السـالبـة للإنحراف المعـيـاري لا تعـني شـيـئاً. إذ إن الأمـر لا يخرج عن كـونه نتيـجة لتـرتيـب الإسـتـثمارات داخل المـعادلة ٥-٤. فلو أننا وضـعـنا بيانات الإسـتثمـار الثاني مـحل بيانات الإسـتثمـار الأول لكان الناتج مـوجـباً. لـذا. ينبـغـي تجـاهل الإشارة الـتي يسفـر عنها تطبيق المعادلة المذكورة.

والأن. سـنضع النتـائج التي أسفـر عنهـا التحليل السـابق في جـدول ٥-١. الذي يكشـف بوضـوح عـن العلاقة بين مـعـامل الإرتباط وبين مسـتوى المخاطر التي تقاس بالإنحراف المعياري.

جـــدول ٥-١

مخاطر المحفظة في ظل فروض مختلفة

بشأن معامل الإرتباط

معامل الإرتباط	١	صفر	-١
الإنحراف المعياري	٠٣٦ر	٠٢٧ر٠	٠١٢ر٠

يشـيـر جـدول ٥-١ إلـى أن مخـاطر مـحـفظة المـصـرف تتناسـب طردياً مع مـعـامل الإرتبـاط بين عـوائد إسـتـثمـاراتها. فـكـلمـا ارتفـع مـعـامل الإرتبـاط ارتفـعت المخـاطر التـي ينطـوي عليهـا عـائد المحـفظة. فـعـندما كـان مـعـامل الإرتبـاط + ١ كـان الإنحـراف المعـيـاري ٠٣٦ر٠. وعـندما كـان معامل الإرتبـاط يسـاوي صفـراً كـان الإنحراف المعـيار ٠٢٧ر٠. وأخيراً. أصبح الإنحراف المعياري ٠١٢ر٠ عـندما كان معـامل الإرتباط - ١.

تؤكد النتائج المشار إليها ضرورة مراعاة الدقة في اختيار الإستثمارات التي توجه إليها موارد المصرف. إذ يبدو أن أفضل استثمار مقترح، هو ذلك الإستثمار الذي يكون معامل الإرتباط بين العائد المتوقع من ورائه، وبين معدل العائد المتوقع من الإستثمارات القائمة بالفعل إرتباطاً سالباً. ويفضل بالطبع أن يكون الإرتباط السالب كاملاً. أي يساوي -١. ثم يأتي في المرتبة الثانية الإقتراح الإستثماري الذي لا يوجد بين عائده المتوقع وبين العائد المتوقع من الإستثمارات القائمة أي إرتباط (معامل الإرتباط يساوي صفراً). وأخيراً. يأتي الإستثمار المقترح الذي يكون الإرتباط بين العائد المتوقع من ورائه وبين العائد المتوقع من الإستثمارات القائمة إرتباطاً موجباً. ويفضل أن يكون هذا الإرتباط الموجب غير كامل.

بعبارة أخرى. ينبغي أن تتكون محفظة المصرف من تشكيلة من الإستثمارات الفردية تختار بطريقة واعية. لا يقتصر فيها الاهتمام على حجم المخاطر لكل استثمار على حده. بل يمتد الاهتمام إلى طبيعة ومدى الإرتباط بين العوائد المتولدة عن الإستثمارات الفردية المكونة لها. فقد نجد في بعض الأحيان اقتراحين استثماريين يتفاوتان من حيث المخاطر لكل منهما. غير أن قبول الإستثمار ذات المخاطر الأكبر قد يؤدي إلى تخفيض المخاطر الكلية للمحفظة (إذا كان معامل الإرتباط مع الإستثمارات القائمة سالباً)، بينما يترتب على قبول الإستثمار ذات المخاطر الأقل زيادة في المخاطر الكلية للمحفظة (إذا كان معامل الإرتباط مع الإستثمارات القائمة موجباً). فالعبرة ليست بحجم المخاطر التي

ينطوي عليها الإستثمار بل العبرة بأثر الإستثمار على المخاطر الكلية للمحفظة. والتي تتوقف بدورها على معامل الإرتباط بين عائد الإستثمار المقترح وبين عائد الإستثمارات التي تضمها المحفظة بالفعل.

ولإلقاء الضوء على أهمية الإرتباط بين عائد الإستثمارات المقترحة وبين عائد الإستثمارات التي تضمها المحفظة بالفعل. سنفترض جدلاً أن محفظة أحد المصارف تتكون من إستثمار واحد هو س. وتبحث إدارة المصارف المذكور في إضافة إستثمار آخر. وأمامها فرصة المفاضلة بين إصدارين من السندات هما ص، ع. ويوضح جدول ٥-٢ معدل العائد المتوقع من وراء الإستثمار القائم س. والإستثمار المحتمل (ص أو ع) في الخمس سنوات القادمة. علماً بأن قيمة الإستثمارات الثلاثة س، ص، ع متساوية، أي أن أوزانها النسبية متساوية.

جدول ٥-٢

عوائد الإستثمارات الثلاثة

السنة	س	ص	ع
١	٨	١٦	٨
٢	١٠	١٤	١٠
٣	١٢	١٢	١٢
٤	١٤	١٠	١٤
٥	١٦	٨	١٦
متوسط العائد	١٢	١٢	١٢

إذا قمنا بإيجاد القيمة المتوقعة (المتوسط الحسابي في هذه الحالة) لمعدل العائد من وراء كل استثمار من الإستثمارات الثلاثة لوجدناه يساوي ١٢٪. وإذا قمنا بحساب الإنحراف المعياري للعائد. لوجدناه يساوي ٢٫٨٪ لكل منهم. وكما أشرنا فإن س تمثل الإستثمارات القائمة بالفعل. أما ص. ع فهما إستثماران مقترحان. ولكن هل هما بديلان متماثلان؟ الإجابة طبعاً بالنفي. حقاً إنهما متماثلين من حيث القيمة المتوقعة لمعدل العائد. كما أن كل منهما ينطوي على القدر نفسه من المخاطر ولكن هذا لا يكفي كأساس للمفاضلة بينهما. ذلك أن الحكم على جاذبية الإستثمار تتوقف على تأثيره على المخاطر الكلية لمحفظة السك

بعبارة أخرى. يتوقف القرار النهائي على طبيعة الإرتباط ومداه بين معدل العائد المتوقع على الإستثمار القائم بالفعل (س) وبين معدل العائد المتوقع لكل من الاقتراضين الإستثماريين المشار إليهما (ص. ع). وبتأمل جدول ٥-٢ نجد أن معامل الإرتباط بين معدل العائد على الإستثمار س وبين معدل العائد على الإستثمار ص هو معامل كامل وسالب. وذلك طالما أن العائد المتوقع من كل إستثمار يسير في اتجاه عكسي لعائد الإستثمار الآخر. أما معامل الإرتباط بين معدل العائد على الإستثمار س وبين معدل العائد على الإستثمار ع فهو معامل كامل وموجب. وذلك طالما أن معدل العائد لهما يسير في الإتجاه نفسه [٧].

(٧) معامل الإرتباط الكامل الموجب لا يقتضي أن يكون معدل العائد متماثلاً كما هو الحال بالنسبة للإستثمار س والإستثمار ع. فالإرتباط الكامل الموجب يتحقق عندما يسير معدل العائد للإستثمارين في الإتجاه نفسه. بصرف النظر عن التباين في حجم ذلك المعدل.

إن إدراك طبيعة الإرتباط بين العوائد المتوقعة للإستثمارات الثلاثة على النحو المشار إليه، يعني ضرورة قبول الإستثمار ص ورفض الإستثمار "ع". فقبول الإستثمار "ع" رغم أنه يتساوى في كل من المخاطر والعائد مع الإستثمار "ص" يعد خطأ جسيماً ينبغي تداركه. ويمكن بالطبع إثبات ذلك.

سبق أن افترضنا أن قيمة الإستثمارات الثلاثة متساوية، ومعنى ذلك أن الوزن النسبي للإستثمار س داخل التوليفة س ص يساوي ٥ر٠ وبالتالي فإن الوزن النسبي للإستثمار ص داخل التوليفة نفسها يساوي أيضاً ٥ر٠.

وهكذا بالنسبة للإستثمارات المكونة للتوليفة س ع. والآن سنقوم بحساب القيمة المتوقعة لعائد المحفظة وأيضاً درجة المخاطر التي يتعرض لها ذلك العائد.

القمية المتوقعة لعائد التوليفة (س ص) = ٥ر٠ x ١٢ + ٥ر٠ + ١٢ = ١٢٪

القيمة المتوقعة لعائد التوليفة (س ع) = ٥ر٠ x ١٢ + ٥ر٠ + ١٢ = ١٢٪

أما بالنسبة للمخاطر فإن حسابها يتوقف على معامل الإرتباط بين عوائد الإستثمارات المكونة للمحفظة. ولما كان معامل الإرتباط بين عائد الإستثمارين س ، ص سالباً وكاملاً فإنه ينبغي استخدام المعادلة ٥-٣.

σ (س ص) = ٥ر٠ x ٨ر٢ – ٥ر٠ x ٨ر٢ = صفر

أما بالنسبة للمحفظة التي تتكون من الإستثمارين ص. ع فإن معامل الإرتباط بين عوائدهما موجب كامل. ومن ثم ينبغي استخدام المعادلة ٥-١

σ = ٥ر٠ x ٨ر٢ + ٥ر٠ x ٨ر٢ = ٨ر٢ = ٨ر٢٪

تشير النتائج السابقة إلى أن القيمة المتوقعة للعائد على الإستثمار في المحفظتين متساوٍ (١٢٪ لكل منها). أما بالنسبة للمخاطر فيلاحظ أن المحفظة التي تتكون من الإستثمارين س . ص لا تتعرض لمخاطر على الاطلاق إذ بلغ الإنحراف المعياري لعائدها صفراً. أما بالنسبة للمحفظة التي تتكون من الإستثمارين س. ع فلقد بلغ الإنحراف المعياري للعائد المتولد عنهما ٨ر٢٪. بعبارة أخرى، يترتب على قرار قبول التوليفة س ص ورفض التوليفة س ع تخفيض المخاطر الكلية التي يتعرض لها عائد المحفظة. دون أن يكون لذلك أثر عكسي على العائد ذاته. مثل هذا القرار يتوقع أن يؤدي إلى تعظيم ثروة مالكي المصرف.

تأثير الأوزان:

سبق أن ذكرنا أن مخاطر العائد المتولد على محفظة المصرف لا يعتمد فقط على مخاطر الإستثمارات الفردية المكونة لها، بل ويعتمد أيضاً على معامل الإرتباط بين عائد تلك الإستثمارات. ويمكن أن نستنتج من العبارة السابقة النقاط الآتية:

١) مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها. إذا اختلف معامل الإرتباط بين عائد الإستثمارات القائمة وبين عائد الإستثمارات المقترحة. يفضل إختيار الإقتراحات التي يكون معامل إرتباط عائدها مع عائد الإستثمار القائم أقل ما يمكن.

٢) مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها. إذا تساوى معامل الإرتباط بين عائد الإستثمارات القائمة وبين عائد الإستثمارات المقترحة. يفضل إختيار الإقتراحات التي يكون الإنحراف المعياري للعائد المتولد عنها أقل ما يمكن.

ويمكن للقارىء التحقق من هذين الإستنتاجين وذلك بتأمل المعادلة ٥-١ ومشتقاتها. غير أن تأمل المعادلة المذكورة قد ينبه القارىء إلى متغير آخر يؤدي دوراً في تحديد مخاطر المحفظة. ويتمثل هذا المتغير في وزن (قيمة و) الإستثمارات المكونة لها. أي كيفية توزيع المخصصات المالية للمحفظة على الإستثمارات الفردية. فكون معامل الإرتباط بين عائد الإستثمارات الفردية كاملاً وسالباً. لا يعني في جميع الأحوال تخفيض مخاطر عائد المحفظة إلى أدنى حد. إذ يتوقف الأمر على الأوزان النسبية للإستثمارات الفردية التي تتكون منها المحفظة.

ولتوضيح الفكرة سنفترض جدلاً أن محفظة مصرف ما تتضمن إستثماراً واحداً هو "ك". إذ يبلغ معدل العائد السنوي لهذا الإستثمار ٥٪ وإنحرافه المعياري ٤٪. وتفكر إدارة المصرف في إضافة إستثمار آخر هو ى. إذ يبلغ معدل عائده المتوقع ٨٪ وإنحرافه المعياري ١٠٪. والآن سوف نقوم

بتقدير المخاطر التي تنطوي عليها المحفظة. بعد إضافة الإستثمار المقترح. وذلك في ظل ثلاثة إفتراضات هي أن معامل الإرتباط بين الإستثمارين هو + ١، صفر، -١ . كما سنفترض وجود ثلاثة بدائل لتوزيع مخصصات المحفظة بين الإستثمارين المذكورين هي: ٧٥٪ للإستثمار ك ٢٥٪ للإستثمار ى، ٥٠٪ لكل من الإستثمارين. وأخيراً ٢٥٪ للإستثمار ك ٧٥٪ للإستثمار ى. وإذا ما قمنا بإيجاد معدل العائد وكذا الإنحراف المعياري للمحفظة. في ظل الفروض الخاصة بمعامل الإرتباط وفي ظل الفروض الخاصة بتوزيع مخصصات المحفظة. فإننا نحصل على النتائج الموضحة في جدول ٥-٣. التي يمكن للقارىء الوصول منها إلى الإستنتاجات التالية:

جدول ٥-٣

معدل العائد والإنحراف المعياري في ظل فروض مختلفة

رقم التشكيلة	النسبة المئوية لقيمة الإستثمار داخل التشكيلة		ط = +١		ط = صفر		ط = -١	
	الإستثمار ك	الإستثماري	العائد	σ	العائد	σ	العائد	σ
١	٧٥	٢٥	٥,٧٥	٥,٥	٥,٧٥	٣,٩	٥,٧٥	٠,٥
٢	٥٠	٥٠	٦,٥٠	٧,٠	٦,٥٠	٥,٧	٦,٥٠	٣,٠
٣	٢٥	٧٥	٧,٢٥	٨,٥	٧,٢٥	٧,٦	٧,٢٥	٦,٥

١) عند أي تشكيلة من التشكيلات الثلاث الموضحة بالجدول، تكون المخاطر التي تنطوي عليها المحفظة عند حدها الأدنى، عندما يكون معامل الإرتباط بين عائد الإستثمارات القائمة وبين عائد الإستثمارات المقترحة سالباً وكاملاً، وفي حدها الأقصى عندما يكون معامل الإرتباط بينهما موجباً وكاملاً. أما عندما يكون معامل الإرتباط يساوي صفراً، فإن مخاطر عائد المحفظة تقع بين الحدين المشار إليهما.

٢) يؤثر الوزن النسبي للإستثمارات الفردية داخل المحفظة على درجة المخاطر التي يتعرض لها عائدها. فتباين أوزان الإستثمارات داخل التشكيلة قد يجعل مخاطر محفظة تشتمل على إستثمارات ترتبط مع بعضها إرتباطاً موجباً وكاملاً، أقل من المخاطر لمحفظة أُخرى ترتبط إستثماراتها إرتباطاً سالباً وكاملاً.

٣) يتأثر العائد المتولد عن المحفظة بالأوزان النسبية للإستثمارات الفردية، ولكنه لا يتأثر بمعامل الإرتباط بين تلك الإستثمارات. فعند كل تشكيلة يكون معدل العائد على الإستثمار في المحفظة ثابتاً مهما كان معامل الإرتباط. وهذا يعني أنه يمكن للبنك - بالإختيار الجيد للتشكيلة المكونة للمحفظة - أن يخفض المخاطر التي تتعرض لها المحفظة، دون التضحية بالعائد.

وأخيراً، نود أن نشير إلى نقطة لا تظهر بوضوح في الجدول ٥-٣، وهي أن المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة تتوقف أيضاً على المخاطر التي

يتعرض لها العائد المتولد عن الإستثمارات الفردية. ويمكن للقارىء أن يتأكد من ذلك بإعادة تصميم جدول ٥-٣ بعد إجراء تغيرات على حجم الإنحراف المعياري للإستثمارين ك. ي.

ثانياً: تنويع تواريخ الإستحقاق:

تشير العلاقة بين أسعار الفائدة في السوق وبين القيمة السوقية للأوراق المالية، إلى أن تقلب أسعار الفائدة في السوق يترتب عليه تقلبات أكبر في قيمة السندات طويلة الأجل، بالمقارنة مع السندات قصيرة الأجل. وهكذا، قد يواجه مدير محفظة الأوراق المالية معضلة تحتاج إلى حل. فإذا ما استثمر مخصصات المحفظة في سندات قصيرة الأجل فإنه يتجنب التقلب الكبير في أسعار تلك السندات، وبذا يقلل مقدار الخسائر الرأسمالية التي تتعرض لها تلك السندات. غير أن استثمار الأموال في تلك السندات سوف يترتب عليه تقلبات كبيرة في العائد من سنة إلى أخرى، إذ ينبغي على المصرف في هذه الحالة أن يقوم بسلسلة من الإستثمارات قصيرة الأجل بأسعار فائدة مختلفة.

ومن ناحية أخرى إذا استثمر المصرف مخصصات المحفظة في سندات طويلة الأجل، فسوف يحقق استقراراً أكبر في العائد السنوي المتولد عن تلك السندات، إلا أن أسعار تلك السندات سوف تتعرض لتقلبات شديدة، مما قد يعرض المصرف إلى تكبد خسائر رأسمالية، إذا ما اضطر إلى بيعها قبل تاريخ الإستحقاق.

إن المعضلة التي يواجهها المصرف بشأن توزيع مخصصات المحفظة بين السندات طويلة الأجل والسندات قصيرة الأجل، قد يمكن التغلب

عليها من خلال سياسة رشيدة للتنويع. وتقضى تلك السياسة بتوزيع المخصصات بين السندات الطويلة والقصيرة بشكل يؤدي إلى الإستفادة من مزايا كل منها، وتقليل المخاطر التي قد تترتب على توجيه كافة مخصصات المحفظة لأي من هذين النوعين. وفيما يلي نعرض لثلاثة أساليب للتشكيل أو التنويع، وهي: الأسلوب الهجومي، وأسلوب تدرج تواريخ الإستحقاق، والتشكيل عن طريق التركيز على الإستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل وإستبعاد الإستثمارات متوسطة الأجل.

١) الأسلوب الهجومي:

يقوم الأسلوب الهجومي في إدارة المحفظة "Aggressive Portfolio Management" على التحول المستمر من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل وفقاً للظروف، أي وفقاً للإتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة. فإذا أشارت التنبؤات إلى أن أسعار الفائدة في طريقها إلى الارتفاع، فإن على مدير المحفظة أن يسارع ببيع السندات طويلة الأجل واستخدام حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل، وذلك قبل أن يحدث ارتفاع فعلي في أسعار الفائدة. فإذا ما تحققت التنبؤات وارتفعت أسعار الفائدة فسوف يتمكن البنك من إنتهاز الفرصة؛ لأنه لن ينتظر طويلاً حتى يحل تاريخ الإستحقاق – طالما أن الإستثمارات قصيرة الأجل – ليستخدم الحصيلة في استثمارات جديدة تحمل أسعار فائدة مرتفعة.

أما إذا أشارت التنبؤات إلى أن أسعار الفائدة في طريقها إلى الهبوط، حينئذ ينبغي على المصرف المسارعة ببيع السندات

قصيرة الأجل واستخدام حصيلتها في شراء سندات طويلة الأجل. فإذا ما تحققت التنبؤات فلن يتعرض لتقلبات في العائد الدوري المتولد عن المحفظة، إذ سيظل محتفظاً بالسندات التي تحمل معدل فائدة مرتفع مقارنة بمعدل الفائدة السائد في السوق لسندات مماثلة. إضافة إلى إمكانية تحقيق أرباح رأسمالية كبيرة إذا ما قرر البنك بيعها قبل تاريخ الإستحقاق.

يشير التحليل السابق إلى مزايا الأسلوب الهجومي في إدارة المحفظة، غير أن نجاحه يتوقف كلية على مدى دقة التنبؤات بشأن اتجاه أسعار الفائدة. فإذا تحققت التنبؤات تمكن المصرف من مضاعفة عائد المحفظة. ولكن هل هناك ما يضمن تحقيق تلك التنبؤات ؟ الإجابة طبعاً بالنفي. فالتنبؤ ينصرف إلى المستقبل. والمستقبل غير مؤكد ولا يعرفه على وجه اليقين غير الله سبحانه وتعالى. وإذا لم تتحقق تلك التنبؤات فإن المصرف يتعرض لهزات عنيفة في عائد المحفظة. كما قد تتعرض القيمة السوقية للسندات إلى انخفاض كبير قد يلتهم جزءاً من رأس المال. لذا يتوقع عدم لجوء المصرف لمثل هذا الأسلوب الهجومي في إدارة المحفظة. ما لم يكن لديه إدارة للاستثمار على درجة عالية من الكفاءة.

ب) تدرج تواريخ الإستحقاق:

يقصد بتدرج تواريخ الإستحقاق "Laddered Maturity Structure" توزيع مخصصات المحفظة على إستثمارات ذات تاريخ

إستحقاق متدرج. ويقتضى هذا الأسلوب قيام إدارة المصرف بوضع حد أقصى لتاريخ الإستحقاق الذي يمكن قبوله. بعد ذلك تقوم إدارة المحفظة بوضع هيكل لتواريخ الإستحقاق توزع على أساسه الموارد المتاحة للاستثمار. ولتوضيح الفكرة دعنا نفترض أن إدارةالمصرف قد قررت أن لا تزيد فترة استحقاق السندات على عشر سنوات. وأن ثمة موارد مالية قدرها ١٠ مليون جنيه سوف تستثمر بالكامل في سندات. في هذه الحالة يمكن لإدارة المحفظة أن تحقق تدرجاً صارماً (جامداً) في تواريخ الإستحقاق. وذلك بتوزيع مخصصات المحفظة إلى عشرة أجزاء متساوية. ثم تقوم باستثمار كل جزء في مجموعة من السندات تستحق في تاريخ معين مختلف عن غيرها من المجموعات. فمثلاً قد تقوم إدارة المحفظة باستثمار مخصصاتها التي تبلغ ١٠ مليون جنيه بالتساوي على عشر مجموعات من السندات تتباين من حيث تاريخ الإستحقاق. بمعنى أنها تقوم باستثمار مليون جنيه في مجموعة سندات تستحق بعد عام. ومليون في مجموعة تستحق بعد عامين. وهكذا حتى تستثمر المليون جنيه الأخيرة في مجموعة سندات تستحق بعد عشر سنوات.

ولعل القارىء يدرك مدى سهولة إدارة هذا النوع من التشكيل. فبعد عام من الآن ستصبح السندات التي كانت تستحق بعد عشر سنوات تستحق بعد تسع سنوات. والسندات التي كانت تستحق بعد سنتين ستستحق بعد سنة واحدة. أما السندات التي كانت تستحق بعد سنة واحدة فلن يكون لها وجود بعد عام

من الآن. إذ سيسترد المصرف قيمتها الإسمية من المنشأة المصدرة لها. بعبارة أخرى بعد عام من الآن لن يكون هناك سندات تستحق بعد ١٠ سنوات. وفي الوقت نفسه سيتوفر لدى المصرف القيمة المستردة من السندات التي كانت تاريخ استحقاقها بعد عام واحد. وما على إدارة المحفظة الا أن تستثمر تلك الأموال المستردة في سندات تستحق بعد عشر سنوات حتى يكتمل التدرج. أي أنه في كل عام يتم استرداد القيمة الإسمية للسندات التي حل تاريخ استحقاقها. ليقوم المصرف بإعادة استثماره في مجموعة السندات التي تستحق بعد عشر سنوات.

ويمكن للمصرف إدخال بعض المرونة في عملية توزيع مخصصات المحفظة. فإذا كانت التنبؤات تشير إلى احتمال ارتفاع أسعار الفائدة. فيمكن في هذه الحالة التخلي عن توزيع مخصصات المحفظة بالتساوي. وذلك بزيادة الإستثمار في السندات قصيرة الأجل على حساب الإستثمار في السندات طويلة الأجل. أما إذا كانت التنبؤات تشير إلى احتمال انخفاض أسعار الفائدة. فإنه يمكن استثمار جزء أكبر في السندات طويلة الأجل. وجزء أقل في السندات قصيرة الأجل.

وهنا يثار التساؤل عن كيفية تصرف المصرف إذا ما قدمت له طلبات اقتراض تبلغ قيمتها ٢ مليون جنيه. ولا توجد أموالٌ سائلة لتغطيتها. فهل يقوم المصرف بالتصرف في السندات قصيرة الأجل التي يمكن بيعها دون خسائر تذكر أو دون خسائر على الإطلاق. مفضلاً الاحتفاظ بالإستثمارات طويلة الأجل. التي

تتعرض قيمتها السوقية لانخفاض كبير لو عرضت للبيع؟ وفقاً للأسلوب الجامد أو الصارم لن يقدم المصرف على هذا الإجراء. فتغطية طلبات العملاء التي تبلغ قيمتها ٢ مليون جنيه على هذا النحو، تعني بيع كافة الأوراق المالية التي تستحق بعد عام واحد وبعد عامين. وبذا لن يوجد ما يسمى بتدرج تواريخ الإستحقاق. وللمحافظة على هذا التدرج يقتضى الأمر قيام المصرف ببيع جزء من كل مجموعة من المجموعات العشر السابقة . أما في ظل الأسلوب المرن فسوف تتوقف تشكيلة السندات التي تعرض للبيع على اتجاه أسعار الفائدة. فإذا كانت التنبؤات تشير إلى احتمال انخفاض أسعار الفائدة، فسوف يقوم المصرف ببيع جزء أكبر من السندات قصيرة الأجل وجزء أقل من السندات طويلة الأجل. والعكس إذا كانت التنبؤات تشير إلى احتمال ارتفاع أسعار الفائدة.

يسهم هذا النوع من التشكيل في تحقيق أهداف المحفظة التي تتمثل في السيولة، والربحية، وتجنب انخفاض القيمة السوقية للإستثمارات، وتوثيق العلاقات مع كبار المودعين. فوجود السندات قصيرة الأجل يسهم في مواجهة احتياجات البنك للسيولة. أما وجود السندات طويلة الأجل فيسهم في تحقيق نوع من الإستقرار في العائد الدوري المتولد عن الإستثمار في المحفظة. كذلك يسهم وجود السندات طويلة الأجل مع السندات قصيرة الأجل في الحد من الخسائر الرأسمالية التي تتعرض لها المحفظة. فلو أن إستثمارات المحفظة تتكون من سندات طويلة الأجل فقط، ثم ارتفعت أسعار الفائدة لترتب على ذلك هبوطاً شديداً في القيمة

السوقية للإستثمارات المكونة للمحفظة. أما إذا وزعت مخصصات المحفظة بين سندات طويلة وسندات قصيرة ومتوسطة فإن هبوط القيمة الكلية للمحفظة سوف يكون أقل. حقاً أن السندات طويلة الأجل ستظل عرضة لهبوط شديد. إلا أن هذه السندات لا تمثل إلا جزءاً من الإستثمارات الكلية للمحفظة. إذ تتضمن المحفظة أيضاً سندات قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل تنخفض قيمتها السوقية بمعدلات أقل.

ج) التركيز على الإستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل:

يقصد بأسلوب التركيز على الإستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل "Barbell Maturity Structure" إستبعاد الأوراق المالية متوسطة الأجل (من ثلاث سنوات إلى أقل من سبع سنوات) وتشكيل المحفظة من إستثمارات قصيرة الأجل (أقل من ثلاث سنوات). وإستثمارات طويلة الأجل (سبع إلى عشر سنوات). ويرجع السبب في ذلك إلى أن الإستثمارات قصيرة الأجل تسهم في مواجهة متطلبات السيولة. بينما تسهم الإستثمارات طويلة الأجل في مواجهة متطلبات الربحية. إذ تساعد على تحقيق أرباح رأسمالية أكبر في حالة انخفاض أسعار الفائدة. أما الإستثمارات متوسطة الأجل فلا تسهم في تعظيم هذا أو ذاك. إذ تقع في منتصف الطريق.

ويقتضى التطبيق الصارم لهذا الأسلوب من التنويع، توزيع إعتمادات المحفظة مناصفة بين الإستثمارات قصيرة الأجل

والإستثمارات طويلة الأجل. غير أن الواقع العملي يشير إلى أن توزيع المخصصات يعتمد على توقعات المصرف بشأن اتجاه أسعار الفائدة وعلى مدى الحاجة إلى توفير السيولة. فإذا كانت التنبؤات تشير إلى اتجاه أسعار الفائدة نحو الهبوط وأن طلبات الإقتراض وكذا سحوبات العملاء محدودة كما هو الحال في فترات الكساد. فيكون من الأفضل تخصيص قدر أكبر من الموارد إلى الإستثمارات طويلة الأجل. أما إذا كانت التنبؤات تشير إلى إتجاه أسعار الفائدة نحو الإرتفاع وأن طلبات الإقتراض وكذا سحوبات العملاء في زيادة مضطردة. فقد يكون من الملائم تخصيص نسبة أكبر من الموارد للإستثمارات قصيرة الأجل.

وفي مجال المقارنة بين أسلوب التشكيل عن طريق تدرج تواريخ الإستحقاق وبين أسلوب التشكيل الذي يركز على الإستثمارات القصيرة والطويلة الأجل. كشفت بعض الدراسات الميدانية عن أن الأسلوب الثاني يحقق سيولة أكبر من الأسلوب الأول مع تساوي القيمة المتوقعة للعائد في الحالتين. غير أن تقلب العائد في ظل الأسلوب الثاني يكون أكبر. وبالطبع يمكن تبرير ذلك بسهولة في ضوء خصائص النوعين.

فإذا إفترضنا وجود محفظتين للأوراق المالية تبلغ الإعتمادات المخصة لكل منهما ٣٠ مليون جنيه. ويتبع في أحد المحفظتين أسلوب التشيكل بالتدرج . بينما يتبع في الثانية أسلوب التشكيل باستبعاد الإستثمارات متوسطة الأجل. فإن التطبيق

الجامد للأسلوب الأول يقتضي تقسيم مخصصات المحفظة بالتساوي بين الإستثمارات القصيرة والمتوسطة والطويلة (١٠ مليون جنيه لكل منها). أما التطبيق الجامد للأسلوب الثاني فيقتضي تقسيم تلك المخصصات بين الإستثمارات القصيرة والطويلة (١٥ مليون جنيه لكل منها). وبالطبع فإن زيادة الإستثمارات قصيرة الأجل في ظل الأسلوب الثاني - بالمقارنة مع الأسلوب الأول - يسهم في تحسين مركز السيولة للمصرف بدرجة أكبر. كما أن زيادة الإستثمارات طويلة الأجل تؤدي إلى تقلب عائد تلك الإستثمارات بمعدل أكبر [٨].

ولعل القارىء يدرك الآن بوضوح أن توقعات المصرف بشأن اتجاه أسعار الفائدة هو محدد حاسم لتوزيع مخصصات المحفظة بين الإستثمارات التي تتفاوت من حيث تواريخ إستحقاقها. سواء تعلق الأمر بأسلوب التشكيل الذي يقوم على تدرج تواريخ الإستحقاق، أو تعلق الأمر بأسلوب التشكيل الذي يستبعد الإستثمارات متوسطة الأجل. وتشير إحدى الدراسات التطبيقية إلى أنه بالإضافة إلى إتجاه أسعار الفائدة، فإن حجم الودائع يعتبر أيضاً عنصراً مهماً في تحديد توزيع مخصصات المحفظة. فالمصارف التي تتسم بصغر حجم الودائع (المصارف الصغيرة) تميل إلى إستثمار الجانب الأكبر من مخصصات المحفظة في إستثمارات

(٨) سبق أن ذكرنا في عدة مواضع أن عائد المحفظة يتكون من الفوائد مضافاً إليه الأرباح الرأسمالية أو مطروحاً منه الخسائر الرأسمالية. وبناءً عليه فإن التقلب الكبير في القيمة السوقية للإستثمارات طويلة الأجل في ظل النوع الثاني من التشكيل، يترتب عليه أرباح أو خسائر رأسمالية أكبر.

قصيرة الأجل، وذلك على عكس المصارف التي تتسم بكبر حجم الودائع.

تنويع محفظة القروض:

لا تختلف سياسة تشكيل محفظة القروض عن سياسة التشكيل الخاصة بمحفظة الأوراق المالية إذ ينبغي على المصرف أن لا يقصر القروض التي يقدمها على عدد محدد من العملاء، كما ينبغي عليه مراعاة طبيعة ومدى الإرتباط بين أنشطة العملاء الذين يحصلون على قروض منه. وتتدخل التشريعات في بعض الدول في تشكيلة محفظة القروض، بطريقة تحقق أسلوب التنويع الساذج. ففي الولايات المتحدة الأمريكية تنص التشريعات المصرفية على ألا تزيد قيمة أي قرض عن ١٠٪ من قيمة رأس المال والإحتياطات. وهو ما يعني تعدد القروض التي يقدمها البنك، بما يسهم في تجنب أو تخفيض المخاطر ذات الصبغة الخاصة.

كذلك تتبع المصارف سياسات إستثمارية أخرى تمثل استجابة لمتطلبات أسلوب ماركوتز في التنويع، ويقصد بذلك تنويع القروض وفق مجالات النشاط، وذلك على النحو الذي سبقت الإشارة إليه في هذا الفصل. وثمة احتمال يكون معامل الإرتباط بين تلك الأنشطة أقل من الواحد الصحيح.

وتجدر الإشارة هنا إلى وجود قيود على حرية المصرف في القيام بالتنويع الفعال. فمثلاً قد يقضى هدف توثيق العلاقات مع كبار المودعين، قصر

القروض على العملاء الذين لهم نشاط في المنطقة التي يخدمها المصرف (وقد يكون معامل الإرتباط بين هذه الأنشطة موجباً وكاملاً) وفيما يلي أهم هذه الأسباب:

أ) إن إعطاء الأولوية في الإقراض للعملاء الذين لهم نشاط في المنطقة التي يخدمها المصرف. قد يشجعهم على فتح حسابات إيداع لديه.

ب) من غير المتوقع أن يكون للعملاء المحتملين الذين يقيمون في مناطق بعيدة ودائع لدى المصرف. ومن ثم فلن يحظوا بأولوية الحصول على القروض.

ج) يصعب على المصرف القيام بعملية تقييم فاعلة ومستمرة لنشاط العميل الذي يمارس نشاطه في منطقة جغرافية بعيدة.

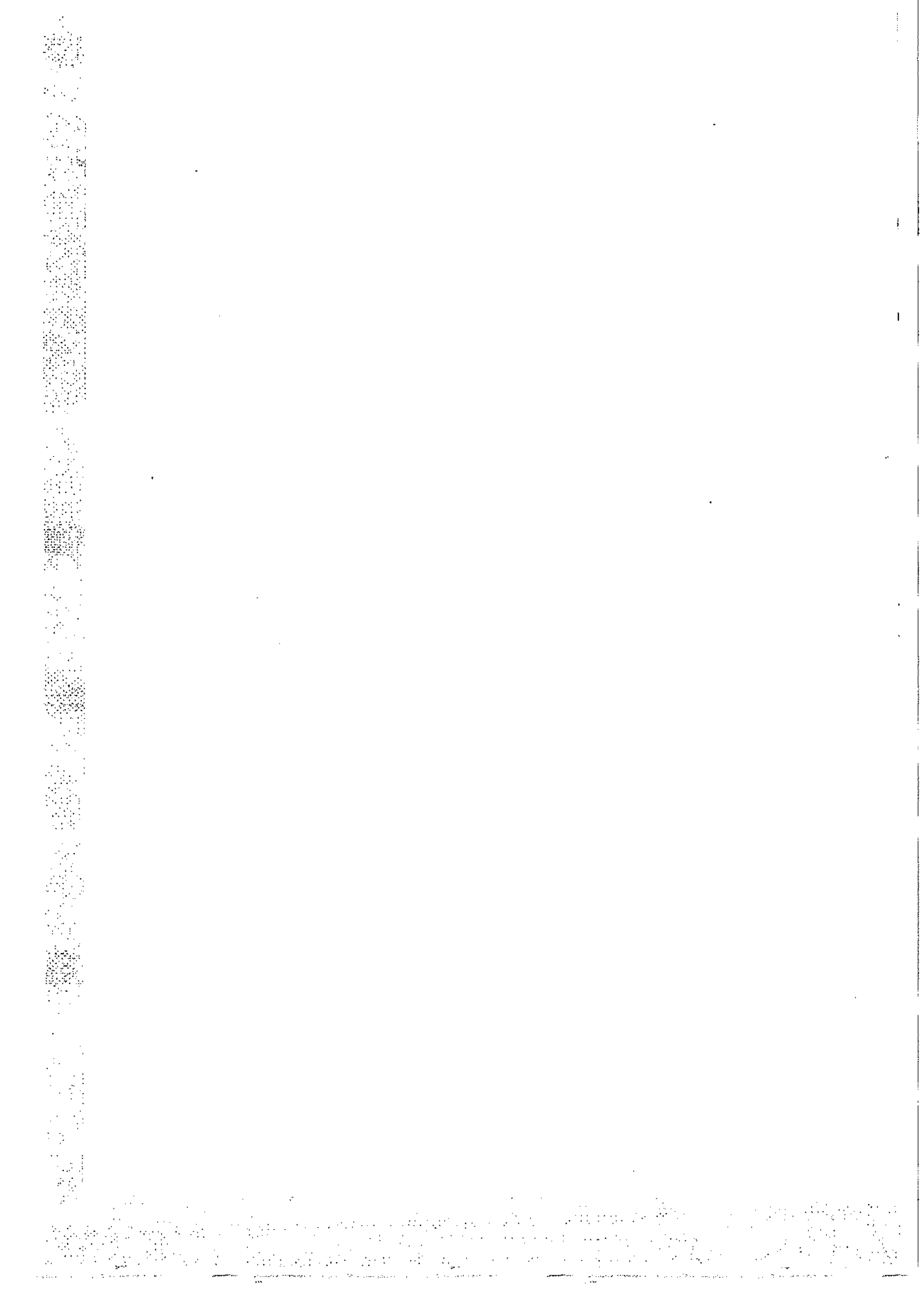
د) إعطاء الأولوية في الإقراض للعملاء الذين لهم نشاط في المنطقة التي يخدمها المصرف يعد مساهمة في تنمية المنطقة الجغرافية التي يعمل بها. وهو أمر مرغوب فيه ويتسق مع أهداف المصرف.

هـ) إن تقديم القروض لغير المقيمين في المنطقة التي يعمل فيها البنك. يثير التساؤل لدى مفتشي المصرف المركزي. إذ قد يتساءل هؤلاء المفتشون عن الأسباب الموجبة لتقديم مثل هذه القروض.

خلاصـــــة:

تتكون محفظة المصرف من محفظة الأوراق المالية، ومحفظة القروض. وتتمثل أهدافها في تحقيق أقصى عائد، وتجنب مخاطرنقص السيولة، والتعرض للخسائر الرأسمالية، وضعف العلاقة مع كبار المودعين. أما السياسات التي تحكم إدارة المحفظة فتتعلق أساساً بكيفية توزيع مخصصاتها، وأساليب تنويع مكوناتها. وبالنسبة لتوزيع الإستثمار بين القروض والأوراق المالية، يتوقع أن تنص السياسة على توجيه أكبر قدر ممكن من المخصصات إلى محفظة القروض وما يتبقي بعد ذلك يوجه إلى محفظة الأوراق المالية.

أما بالنسبة لسياسات التنويع فهناك التنويع أو التشكيل على أساس جهة الإصدار، الذي يقضي بضرورة تشكيل المحفظة من إستثمارات يكون الإرتباط بين عوائدها أقل من الواحد الصحيح. كذلك هناك التنويع وفقاً لتواريخ الإستحقاق الذي تحكمه سياسات بديلة من أهمها السياسة الهجومية، وسياسة تدرج تواريخ الإستحقاق، وسياسة التركيز على الإستثمارات قصيرة وطويلة الأجل دون الإستثمارات متوسطة الأجل.



الفصل السادس
إستراتيجيات الإستثمار
للمستثمر الصغير

عـرض الفصـل الخامس لإسـتـراتيـجيـات التنويع التي من شـأنهـا أن تسـهـم فـي الحد من المخـاطر التـي يتـعـرض لهـا المسـتـثـمـر. غيـر أن تلك الإسـتراتيـجيات قد تقتصـر فاعليتها عـلى كـبار المسـتثـمـرين سـواء كـانوا مـؤسـسـات مـالية أو أفراداً أثرياء. بعـبارة أُخـرى لا يجـد المستثمر الصـغير مكـاناً لـه بين تلك الإسـتـراتيـجيـات. كـما قـد لا يجـد لـه مكـانـاً أيـضـاً بين صناديق الإستـثـمـار المغـلق منهـا والمفتـوح. يرجـع ذلك إلى رغبة المسـتـثمر فـي أن يتـخـذ قـراره بنفسـه. وحتـى لـو كـانـت لتلك الصـناديق جـاذبيتـها بالنسـبة لـه، فقـد يُبّقـى جزءاً من مـدخراته لإسـتثماره بنفسـه. وها نحن نساعـده باقتراح إسـتراتيجيات إستثمـارية تتناسب مـوارده المحدودة، يقـوم فيهـا بتركيـز الإسـتثمار فـي سـهـم منشـأة واحـدة، تتوافـر فيـهـا سـمـة واحـدة أو عـدة سـمات، وهـذا ما يعـرض له هـذا الفصـل. ففـي القسـم الأول نتناول إسـتراتيـجيـة السـمـات المتعـددة، وفـي القسـم الثـاني نتناول إسـتراتيـجيـة السـمـة الـواحـدة.

إستراتيجية السـمات المتعـددة :

يقصـد باستراتيجية السـمات المتعددة، ضرورة توافـر سـمات معينة فـي المنشأة التـي ينبـغـي أن يوجه المسـتـثـمر جانباً من مـخـصصات مـحـفظة

أوراقه المالية لشراء جزء من أسهمها. وفي هذا الصدد اقترح بنجامين قراهام "Benjamin Graham" الذي يعتبر الأب الروحي لتحليل الأوراق المالية عدداً من السمات. بناءً على خبرة طويلة وواسعة في تحليل الأوراق المالية. وتتمثل هذه السمات في:

١) أن تكون نسبة ربحية السهم إلى السعر ضعف عائد السندات مرتفعة الجودة "AAA "Bond Yield على الأقل.

٢) أن يكون مضاعف الربحية (نسبة سعر السهم إلى ربحيته) أقل من ٤٠٪. مقارنة بأعلى مضاعف ربحية لذات السهم في الخمس سنوات الماضية.

٣) أن يكون معدل التوزيعات "Dividend Yield" ثلثي عائد السندات مرتفعة الجودة على الأقل. ويقصد بمعدل عائد التوزيعات نسبة التوزيعات التي حصل عليها السهم خلال السنة. مقسومة على متوسط أعلى سعر وأقل سعر يباع به السهم.

٤) أن تكون القيمة السوقية التي يباع بها السهم ثلثي نصيب السهم من الأصول المكونة للمنشأة على الأقل. ويقصد بنصيب السهم من الأصول ناتج قسمة القيمة الدفترية للأصول الملموسة على عدد الأسهم العادية المصدرة.

٥) أن تكون القيمة السوقية التي يباع بها السهم أقل من ثلثي

نصيب السهم من صافي الأصول المتداولة. ويقصد بصافي الأصول المتداولة في هذا الصدد، مجموع الأصول المتداولة مطروحاً منها القيمة الدفترية لمجموع القروض والأسهم الممتازة.

٦) أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من القيمة الدفترية للأصول الملموسة.

٧) أن لا تقل نسبة التداول عن ٢.

٨) أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من ضعف قيمة صافي الأصول المتداولة، على أساس التعريف السالف الذكر.

٩) أن يكون المعدل المركب للربحية في العشر سنوات السابقة لا يقل عن ٧٪.

١٠) أن يتسم معدل نمو ربحية المنشأة بالإستقرار. ويقصد بالإستقرار في هذا الصدد أن لا تكون الربحية قد انخفضت أكثر من مرتين خلال العشر سنوات الماضية بمعدل ٥٪ أو أكثر.

وإذا ما تأمل القارىء تلك السمات، سيتضح له أن السمات الخمس الأولى ترتبط بعائد السهم، أما الخمس سمات الأخيرة فترتبط بالمخاطر. يضاف إلى ذلك أن السمات من الخامسة حتى الثامنة تعد مقياساً لقوة المركز المالي للمنشأة. أما السمتان التاسعة والعاشرة فتعتبران مقياساً

لاستقرار ربحية المنشأة في الماضي ونموها.

ويعتقد قراهام في أنه ليس من الضروري أن تتوافر للسهم كافة هذه السمات. إذ يكفي أن يتوافر بعضها فقط. فلقد اتضح له على سبيل المثال أن السهم الذي توافرت فيه السمات الست الأولى حقق ربحاً رأسمالياً بلغت نسبته ١٩٪ في الوقت الذي لم يحقق فيه مؤشر دو جونز أكثر من ٣٫٥٪. ومن اللافت للنظر أن دراسات قراهام قد كشفت كذلك عن أن السمة الخامسة هي أهمها جميعاً. وهو ما أكدته نتائج دراسات لاحقة. كشفت عن أن الأسهم التي توافر لها عدد من هذه السمات كان أداؤها أفضل من أداء السوق ككل. حتى بعد أخذ المخاطر في الحسبان. ليس هذا فقط بل إن الأسهم التي توافرت لها السمة الخامسة وحدها كان أداؤها هي الأخرى متميزاً.

وعلى غرار مدخل بنجامين قراهام. قدم رينجانوم "Reinganum" دراسة كشفت عن أربع سمات لو توافرت في المنشأة التي يوجه إليها المستثمر جزءاً من مخصصات محفظة أوراقه المالية. لحقق عائداً على الإستثمار يفوق متوسط عائد السوق. وتتمثل هذه السمات في:

١) تزايد مضطرد في الربحية ربع السنوية للمنشأة.

٢) أن يكون عدد الأسهم المصدرة أقل من ٢٠ مليون سهم.

٣) أن تكون نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية

أقل من الواحد الصحيح. هذا يعني أن القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية. مما يتيح فرصة لتحقيق الأرباح الرأسمالية في المستقبل.

٤) أن تكون القوة النسبية للسهم في ربع السنة الحالي، أعلى مما كانت عليه في ربع السنة الماضي. كما ينبغي أن تكون القوة النسبية لاسهم ٧٠ على الأقل. هذا وتقاس القوة النسبية بالمتوسط المرجع بالأوزان للتغير في السعر خلال الإثني عشر شهراً الماضية. وقد أعطى رنقانيم وزناً قدره ٤ر لربع السنة الأخير، بينما أعطى لكل من الثلاثة أرباع الأخرى من السنة وزناً قدره ٢ر. ومما يذكر أنه في هذه الدراسة كان وسيط "Median" القوة النسبية في الربع سنة الذي اشترى فيه السهم ٩٣ر، وأن القوة النسبية لحوالي ٩٥٪ من أسهم العينة كانت أكبر من ٧٠.

وأخيراً، نشير إلى أن هذه النتائج تنطبق على الولايات المتحدة الأمريكية، وإذا كان لنا أن نصل إلى سمات تصلح للتطبيق في أسواقنا المحلية، فإن على مراكز البحوث والدراسات أن تنهض وتنشط، بما يوفر البيانات اللازمة لذلك.

إستراتيجية السمة الواحدة :

إلى جانب إستراتيجيات السمات المتعددة، ثمة إستراتيجيات أخرى تعتمد على سمة واحدة. ومن هذه الإستراتيجيات: إستراتيجية مضاعف الربحية، والأسهم المشتقة والأسهم مقابل توزيعات، والأسهم

التي يحصل حاملها على توزيعات متزايدة. والإصدارات الجديدة. والأسهم التي يعاد شراؤها بواسطة المنشأة المصدرة لها. وأسهم الشركات الصغيرة. وأخيراً. أسهم المنشآت الخاسرة. وبتأمل تلك الإستراتيجيات التي سنعرض لها فيما يلي. سيتضح للقارىء أن لكل منها الأساس العلمي والفكري الذي يتسق مع جوهر التحليل الأساسي. ولكنها لا تعترف بشكل أو بآخر بكفاءة السوق.

١) إستراتيجية المضاعف:

يقصد بتلك الإستراتيجية قيام المستثمر بشراء السهم الذي يكون مضاعفة الربحية الحقيقي له (نسبة سعر السهم إلى ربحيته) أكبر من مضاعف الربحية الفعلي. ومن بين تطبيقات تلك الإستراتيجية الإتجاه لشراء السهم الذي يكون مضاعف الربحية الحالي له أقل من متوسط مضاعف الربحية في الخمس سنوات الأخيرة. أو أقل من ٩٠٪ من مضاعف الربحية لمؤشر ستاندرر آند بور ٥٠٠. فشراء مثل هذا السهم يتوقع أن يترتب عليه تحقيق عائد يزيد عن متوسط عائد السوق. وهو ما أكدته نتائج عدد من الدراسات. كما يؤكده المنطق خاصة إذا لم يحدث تغير ملموس في ظروف المنشأة المصدرة للسهم.

٢) إستراتيجية السهم المشتق والأسهم مقابل توزيعات:

ومن الإستراتيجيات المتبعة في شراء الأسهم تلك التي تقضي بشراء الأسهم التي سوف تشتق "Stock Split" أو يعلن عن

إشتقاقها في المستقبل القريب. وتقوم هذه الإستراتيجية على أساس أن لاشتقاق الأسهم آثاراً إيجابية، يمكن أن يستفيد منها المستثمر الذي يشتري السهم قبل حدوث الاشتقاق. فاشتقاق السهم يعني انخفاض قيمته السوقية الأمر الذي يجعل مخاطر تسويقه أي صعوبة بيعه عند حدها الأدنى، وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها. كذلك فإن الاشتقاق عادة ما يسفر عن زيادة القيمة السوقية للسهم، ذلك أن وقتاً غير قصير قد يمضي قبل أن تصل قيمته السوقية (القيمة المعدلة بعد الاشتقاق) إلى مستواها الحقيقي الذي ينبغي أن تكون عليه [1]. يضاف إلى ذلك أن الاشتقاق يعد بمثابة رسالة إلى المتعاملين في السوق مؤداها أن الإدارة تتوقع أداءً متميزاً للمنشأة في المستقبل. باختصار يتمتع السهم الذي يتوقع له الاشتقاق بسمتين أساسيتين، هما: سيولة "Liquidity" أفضل، وقيمة سوقية أعلى من قيمته الحقيقية خلال فترة ما بعد الاشتقاق. وما ينطبق على الأسهم التي يتوقع أن تشتق، ينطبق كذلك على أسهم المنشآت التي يتوقع أن تصدر أسهماً مقابل توزيعات "Stock Dividend".

أما نتائج الدراسات الميدانية بشأن ملاءمة تلك الإستراتيجية فتتسم بنوع من التباين. ففي إحدى الدراسات اتضح أن القيمة السوقية للسهم ترتفع يوم إعلان الإشتقاق، كما يرتفع السعر –

---

(١) يقصد بالسعر المعدل عدد الأسهم المشتقة مضروباً في القيمة السوقية للسهم بعد الاشتقاق. فلو أن قيمة السهم قبل الاشتقاق كانت ١٠٠ جنيه، وأن السهم اشتق إلى سهمين يباع كل منهما بمبلغ ٥١ جنيهاً، حينئذ يكون السعر المعدل ١٠٢ جنيه.

يقصد السعر المعدل - في يوم الإشتقاق ذاته. إلا أن دراسة أخرى أشارت إلى أن هذا الإرتفاع في السعر عادة ما يصحبه زيادة في المخاطر. أما دراسة فاما وزملائه التي تتبعت سعر السهم في الثلاثين شهراً السابقة على إعلان الإشتقاق، والثلاثين شهراً اللاحقة عليه. فقد كشفت عن ارتفاع في السعر قبل إعلان الإشتقاق وهو ما لم يحدث بعد الإعلان. وهو ما أكدته دراسة أخرى لاحقة.

وهكذا، يبدو أن احتمال الإستفادة من الإشتقاق يرتبط بقدرة المستثمر على التنبؤ بإمكانية حدوثه. بعبارة أخرى، تعد تلك الإستراتيجية مربحة لو أن المستثمر اشترى السهم قبل الإعلان عن إشتقاقه. ذلك أن فرصته في تحقيق عائد مميز من شراء السهم بعد إعلان الإشتقاق تعد ضئيلة إلى حد كبير.

٣) إستراتيجية السهم ذات التوزيعات المتزايدة:

تقضي تلك الإستراتيجية بشراء السهم الذي أعلن أو يتوقع أن يعلن عن زيادة في توزيعاته النقدية. وذلك على أساس أن إعلان زيادة التوزيعات النقدية يعد مؤشراً "Signalling" على توقع الإدارة لأداء أفضل للمنشأة في المستقبل. وفي هذا الصدد كشفت بعض الدراسات التي ركزت على المدى القصير، أن تحسناً في القيمة السوقية للسهم تحدث في يوم إعلان الزيادة في التوزيعات، ونادراً ما تمتد إلى ما بعد الإعلان. وعلى العكس من ذلك كشفت دراسة أخرى عن أن التحسن في القيمة السوقية للسهم قد تمتد إلى شهر بعد الإعلان، وذلك إذا ما كان معدل

الزيادة في التوزيعات ٢٥٪ أو أكثر مما كانت عليه التوزيعات في السنة الماضية.

مرة أخرى يرتبط إستفادة المستثمر من تلك الإستراتيجية بقدرته على التنبؤ بحدوث الزيادة في التوزيعات، بما يمكنه من شراء السهم قبل أن ترتفع قيمته السوقية بما يحقق له عائداً إضافياً. أما إذا اشترى السهم بعد الإعلان عن الزيادة، فسوف يشتري السهم بالسعر المرتفع ولن يحقق من وراء ذلك أي عائد إضافي.

٤) إستراتيجية الإصدارات الجديدة:

تقضي هذه الإستراتيجية بتفضيل شراء أسهم المنشآت التي طرحت إصداراتها من الأسهم للتداول العام لأول مرة "New Issues or Initial Public Offerings (IPO)". وذلك على اعتبار أن تسعير السهم في تلك الإصدارات عادة ما يكون عند قيمة أقل من قيمته الحقيقية. ويُعزى هذا لسببين رئيسيين هما: المسؤولية القانونية التي قد يتعرض لها بنك الإستثمار، ونقص المعلومات لدى بعض المستثمرين "Information Asymmetry". ويعتبر تسعير الأسهم التي تطرح للتداول لأول مرة بسعر أقل مما ينبغي بمثابة نوع من الوقاية ضد المسؤولية القانونية التي قد يتعرض لها البنك، والتي قد تلحق الضرر بسمعته ومستقبله في السوق. يحدث هذا لو أن السهم قد تم تسعيره عند قيمة أعلى مما ينبغي - أو حتى عند قيمته الحقيقية - ثم تعرضت قيمته السوقية لانخفاض شديد عقب الإصدار. فحينئذ يمكن للمستثمرين مقاضاة البنك

الإستثمار بدعوى أن البيانات التي أتاحها لهم في شأن الإصدار لم تكن صادقة.

ونضيف أنه لو كان السهم يصدر بقيمته الحقيقية في بعض الأحيان، فإن المستثمر الذي لديه معلومات خاصة لا تتاح لغيره "Informed Investor" يتوقع أن تكون حصته من تلك الإصدارات ضئيلة، بينما تزداد حصته من الإصدارات التي يدرك - من واقع ما يتوافر لديه من معلومات - أن القيمة التي يباع بها السهم أقل من قيمته الحقيقية. ولما كان المستثمر الذي لا تتوافر له معلومات خاصة "Uninformed Investor" هو الذي يشتري ما يتبقى من الإصدار "Residual" فإن حصته ستكون كبيرة من الإصدارات التي يكون تسعيرها عند مستوى يعادل قيمتها الحقيقية، في الوقت الذي يتضاءل نصيبه من الإصدارات الأخرى أي تلك التي تباع بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية.

وفي ظل هذا السيناريو سيكون الربح من نصيب المستثمر الذي تتوافر له المعلومات، والخسارة من نصيب المستثمر الذي لا تتوافر له تلك المعلومات. ومع تكرار ذلك الموقف سوف يكتشف أعضاء الفريق الثاني - وهم الأكثرية - أنهم ضحايا هذا النوع من الإصدارات، ومن ثم يتوقع أن يحجموا عن شرائها. وفي ظل هذه الظروف لا يوجد ضمان لإقبال هؤلاء المستثمرين على شراء تلك الإصدارات إلا إذا كان سعر الإصدار أقل من القيمة الحقيقية للسهم.

ونضيف أن المنشآت الجيدة التي تطرح أسهمها لأول مرة للجمهور، عادة ما تفضل أن تطرح تلك الأسهم بسعر يقل عن القيمة الحقيقية للسهم. فالجمهور لا يدري أنها منشأة جيدة "Information Asymmetry" ولا توجد وسيلة أفضل لإبلاغه بتلك السمة، إلا من خلال بيع السهم بقيمة أقل من قيمته الحقيقية وبعد فترة وجيزة ترتفع القيمة السوقية للسهم مع التحسن المضطرد في أداء المنشأة، وحينئذ يزداد احترام الجمهور لها وثقته فيها، مما يسهل عليها مستقبلاً الحصول على ما تحتاجه من موارد بيسر وسهولة، بل وبحد أدنى من التكلفة.

ومع هذا فقد كشف عدد من الدراسات الميدانية عن أن مزايا الإستثمار في هذه الأسهم مشروط بقيام المستثمر بشراء السهم فوراً بالسعر الذي يطرحه بنك الإستثمار، ولا ينتظر حتى يشتريه من السوق، إذ سيكون ذلك بسعر أعلى وربما بسعر مغال فيه. كما كشفت بعض تلك الدراسات عن أنه إذا كان هناك فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية عالية جراء شراء ذلك السهم، فإن شراءه عادة ما ينطوي أيضاً على مخاطر كبيرة نظراً لنقص المعلومات المتاحة عن المنشأة التي تصدره.

٥) الأسهم التي يُعاد شراؤها:

لماذا تقوم المنشآت بإعادة شراء الأسهم التي سبق أن أصدرتها؟ من بين الأسباب اعتقاد الإدارة بأن سعر السهم أقل مما ينبغي وإن إعادة شرائه يعد بمثابة إستثمار مربح. كذلك قد تستهدف إعادة

الشراء خلق تعامل نشط على تلك الأسهم، وهو أمر من شأنه أن يترك أثراً على سيولة السهم وعلى قيمته السوقية بالتبعية. كما قد يكمن السبب في رغبة الإدارة في تحريك سعر السهم إذ إن قرار إعادة الشراء من شأنه أن يحد من المعروض من تلك الأسهم وهو ما يسفر عن زيادة في ربحية السهم وزيادة في قيمته السوقية بالتبعية. ونضيف سبباً آخر هو رغبة الإدارة في توفير عدد من الأسهم لمواجهة خطة مشاركة العمال في ملكية المنشأة "ESOP"، أو استعداداً لاحتمال قيام المديرين بتنفيذ حقوق الإختيار التي حصلوا عليها "Stock Option" وكلها مؤشرات إيجابية لمستقبل السهم. بل ونشير إلى أن شراء المنشأة لأسهمها يعد بمثابة رسالة عن مستقبل مشرق لها، وبخاصة فيما يتعلق بالعائد والمخاطر.

وفي ضوء هذه الأسباب يصبح من المنطقي قبول المقولة الشائعة في أسواق رأس المال الأمريكية، التي تقضي بأن أداء أسهم المنشآت التي تعيد شراء أسهمها عادة ما يكون أعلى من أداء السوق بصفة عامة. وتحظى هذه المقولة بتأييد عدد من الدراسات الميدانية.

غير أننا نشير إلى أنه إذا كان قيام المنشأة بإعادة شراء أسهمها من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع عائد السهم مقارنة بعائد السوق، إلا أن إعادة شراء الأسهم يترتب عليها زيادة المخاطر التي تتعرض لها المنشأة نتيجة لانخفاض نسبة حقوق الملكية في

هيكل رأس المال. وإذا ما تم قياس العائد مع أخذ تلك المخاطر في الحسبان "Risk-adjusted Return" فقد يتضح أن عائد تلك الأسهم يعادل تقريباً عائد السوق. ورغم المنطق الذي يقوم عليه هذا التحليل، فقد كشفت إحدى الدراسات عكس ذلك. فشراء المنشأة لأسهمها يرتبط ارتباطاً عكسياً مع المخاطر وارتباطاً طردياً مع العوائد المستقبلة، بما يعني زيادة حقيقية في القيمة السوقية للسهم.

٦) أسهم الشركات الصغيرة:

تسود الأسواق الأمريكية في السنوات الأخيرة فكرة يطلق عليها تأثير الحجم الصغير "Small Firm Effect". وتقضي هذه الفكرة بأن الإستثمار في أسهم الشركات الصغيرة عادة ما يتولد عنه عائد يفوق عائد السوق، حتى بعد أخذ المخاطر في الحسبان. وقد أكدت دراسات رينجانوم واقعية الفكرة.

فلقد قام رينجانوم "Reinganum" بتقسيم عينة من المنشآت في عشر مجموعات على أساس الحجم، الذي تم قياسه بالقيمة السوقية للمنشأة (عدد الأسهم مضروباً في القيمة السوقية للسهم). ثم بحساب متوسط العائد لكل مجموعة وذلك خلال سبع عشرة سنة، اتضح له تميز واضح لمتوسط العائد للمجموعة التي تضم أصغر المنشآت. بل واتضح كذلك أن متوسط العائد ينخفض كلما اتجهنا إلى المجموعات ذات الحجم الأكبر. ليس هذا فقط بل اتضح كذلك أن المستثمر الذي استثمر في بداية الفترة

محل الدراسة ١٠٠ دولار لشراء أسهم منشأة في المجموعة ذات الحجم الأصغر، حقق في نهاية الفترة حصيلة قوامها ٤٦٠٠ دولار. أما المستثمر الذي استثمر المبلغ نفسه في إحدى منشآت المجموعة ذات الحجم الأكبر فانتهى بحصيلة قوامها ٤٠٠ دولار.

وتتعرض هذه الإستراتيجية إلى انتقاد مؤداه أن مخاطر الإستثمار في أسهم المنشآت الصغيرة عادة ما تكون أكبر. إضافة إلى أن قياس مخاطرها بدقة يعد أمراً غاية في الصعوبة. غير أن دراسات أخرى لم تقدم تأييداً لذلك. كذلك تواجه تلك الإستراتيجية انتقاداً آخر مؤداه أن تكلفة المعاملات لأسهم المنشآت الصغيرة عادة ما تكون مرتفعة. ليس فقط بسبب صعوبة تسويقها، بل أيضاً بسبب ارتفاع الهامش الذي يطلبه صانعو السوق (التجار والمتخصصون) الذين يتعاملون في تلك الأسهم، وبسبب ارتفاع معدل دورانها داخل محفظة الأوراق المالية للمستثمر مما يسهم في ارتفاع متوسط تكلفة المعاملات. حقاً قد تحقق أسهم تلك المنشآت عائداً إجمالياً متميزاً إلا أن تكلفة المعاملات كفيلة بأن تلتهم جزءاً كبيراً من ذلك العائد.

وعلى العموم فإن على المستثمر أن يكون حذراً، ذلك أن بعض المنشآت الصغيرة عادة ما لا تتوافر بشأنها معلومات كافية، حتى أن الكثير من المحللين لا يلقون بالاً بتلك المنشآت، وهو ما يطلق عليه بتأثير المنشآت المهملة "Neglected Firm Effect". ومما يذكر أن الإستثمار في أسهم تلك المنشآت عادة ما يكون مقتصراً على

الأفراد. أما المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار فعادة ما تتجنب الإستثمار في تلك الأسهم إما بسبب ضعف سيولتها أو بسبب صغر حجم الإصدار منها.

٧) أسهم المنشآت الخاسرة:

توصلت بعد الدراسات إلى استنتاج يثير الدهشة والاستغراب لأول وهلة. مؤداه أن الإستثمار في أسهم المنشآت التي منيت بخسائر عادة ما يكون أكثر ربحية. مقارنة بالإستثمار في أسهم المنشآت التي حققت أرباحاً. بل وأنه حتى بعد تثبيت متغير الحجم (حجم المنشأة) ظل عائد الإستثمار في أسهم المنشآت التي تعرضت للخسائر أعلى من مثيله للمنشآت التي حققت الأرباح. وبخاصة خلال السنة التالية لتعرضها لتلك الخسائر. أما تفسير ذلك فقد نجده فيما يطلق عليه بفرض المعلومات غير المؤكدة "Uncertain Information Hypothesis". ويقضي هذا الفرض بأنه عندما تكون الآثار التي تحدثها المعلومات الجديدة (الخسائر في هذه الحالة) غير مؤكدة. يرتفع معدل العائد المطلوب للتعويض عن المخاطر التي ينطوي عليها الإستثمار في أسهم المنشأة المعنية. مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية. وعندما يزول عدم التأكد وهو ما يحدث عندما تستعيد المنشأة قدرتها على تحقيق الأرباح. تنخفض المخاطر وينخفض معها معدل العائد المطلوب على الإستثمار. الأمر الذي ينجم عنه ارتفاع في القيمة السوقية للسهم.

ليس هذا فقط بل أنه وفقاً لهذا الفرض، أي فرض المعلومات غير المؤكدة، عادة ما تكون الآثار التي تعقب الأخبار السيئة (انخفاض قيمة السهم عقب التعرض للخسائر) أكبر من الآثار التي تتركها الأخبار السارة (ارتفاع قيمة السهم عقب الإعلان عن الأرباح). وعندما يزول عدم التأكد وتحقق المنشأة الأرباح (بعد أن كانت قد منيت بالخسائر) ترتفع القيمة السوقية لأسهمها (والتي سبق أن اشتراها المستثمر عقب تحقيق المنشأة للخسائر)، بدرجة أكبر من ارتفاع القيمة السوقية لأسهم المنشآت التي سبق لها أن حققت الأرباح. ولعل هذا يعد مبرراً للسبب الذي من أجله يكون أداء أسهم المنشآت في السنوات التالية لتعرضها للخسائر، أفضل من مثيله للمنشآت التي حققت الأرباح.

الخلاصة :

إذا كانت الموارد المالية المتاحة تتيح للمستثمر الكبير نهج سياسة التنويع، التي تساعد في الحد من المخاطر التي يتعرض لها، فإن للمستثمر الصغير إستراتيجيات أخرى يمكنه اتباعها لذات الغرض. وفي هذا الصدد توجد إستراتيجية ذات بديلين: إستراتيجية السمات المتعددة للمنشأة المصدرة للسهم، وإستراتيجية السمة الواحدة.

قاموس لشرح المصطلحات
Glossary

أُعدّ هذا القاموس خصيصاً لمساعدة القارىء الذي يفضل قراءة فصولاً مختارة من هذا الكتاب. فمثل هذا القارىء يحتمل أن يواجه بمصطلحات عرضت تفصيلاً في فصول أُخرى. وحتى نجنبه مشقة البحث والتنقيب عن مكان تلك المصطلحات فقد آثرنا أن نذيل الكتاب بأهم المصطلحات التي يحتمل تكرارها في أكثر من فصل. وإذا لم يجد القارىء غايته في هذا القاموس فيمكن أن يرجع إلى قائمة المحتويات في مقدمة الكتاب. فقد يكون المصطلح الذي يبحث عنه قد تمت تغطيته في قسم أو جزء من قسم. هذا وسوف نعرض المصطلحات وفقاً لترتيبها الأبجدي، مع الإشارة إلى الفصل الذي توجد فيه.

إذن تفويض "Proxy" : هو إذن يفوض بمقتضاه أحد أعضاء مجلس الإدارة في التصويت نيابة عن حامل السهم العادي - الفصل الأول.

إختيار البيع "Put Option": هو إتفاق يُعطي الحق للمستثمر في بيع عدد من الأسهم أو السندات وربما العملات إلى طرف آخر، بسعر متفق عليه مقدماً، وقد ينص على تنفيذ الإتفاق في تاريخ معين (الإختيار الأوروبي) أو خلال فترة معينة (الإختيار الأمريكي) - الفصل الثاني.

إختيار الشراء "Call Option": هو إتفاق يُعطي الحق للمستثمر في

شراء عدد من الأسهم أو السندات وربما العملات إلى طرف آخر، بسعر متفق عليه مقدماً، وقد ينص على تنفيذ الإتفاق في تاريخ معين أو خلال فترة معينة - الفصل الثاني.

إشتقاق الأسهم "Stock Split" : هو زيادة عدد الأسهم المكونة لرأس المال دون أن يصحب ذلك زيادة في حقوق الملكية. وهو ما ينجم عنه انخفاض في القيمة السوقية للسهم - الفصل الأول.

القيمة الصافية للأصل "Net Asset Value (NAV)" : هي القيمة السوقية الصافية لمكونات صندوق الإستثمار، مقسومة على عدد الوحدات أو الأسهم المصدرة - الفصل الثالث.

المنشور "Prospectus": هي الجزء من صحيفة التسجيل التي توزعها المنشأة على المستثمرين المحتملين في الورقة المالية المصدرة، والتي عادة ما تتضمن بيانات لها أهميتها في اتخاذ القرار الإستثماري - الفصل الثالث.

الورقة المالية "Security": هي صك يُعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو من أصول منشأة ما، أو الحقين معاً، ومن أمثلتها الأسهم والسندات - الفصل الأول.

أوراق مالية مُخَلَّقة "Securitization": أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق غير منظمة خلّقتها بعض بيوت السمسرة، وكانت تلك الأوراق

في الأصل إستثمارات غير سائلة – الفصل الأول.

توزيعات في شكل أسهم "Stock Dividends": هي إستراتيجية تقضي بحصول حامل السهم على نصيبه من التوزيعات أو جزء منها، في صورة أسهم عادية – الفصل الأول.

سهم عادي "Common Stock": هو صك ملكية يُعطي لحامله الحق في الحصول على توزيعات إذا ما حققت المنشأة أرباحاً، وقررت الإدارة توزيعها كلها أو جزء منها، غير أنه ليس من حق حامل السهم مطالبة المنشأة باسترداد قيمته طالما أنها ما زالت تمارس النشاط – الفصل الأول.

سهم ممتاز "Preferred Sock" : هو صك يحمل صفات الملكية كما يحمل صفات المديونية، فهو يشبه السهم العادي في بعض النواحي كما يشبه السند في نواحٍ أخرى – الفصل الأول.

سوق العقود المستقبلة "Future Market": هو سوق تبرم فيه عقود تنفذ في المستقبل – الفصل الأول.

سوق المال "Financial Market": يقصد به سوق رأس المال إلى جانب سوق النقد – الفصل الأول.

سوق رأس المال "Capital Market": هو السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية طويلة الأجل – الفصل الأول.

سـوق النقـد "Money Market": هو السـوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية قصيرة الأجل - الفصل الثاني.

سـوق نقـدي أو حاضـر "Cash Or Spot Market": هو سوق يتم فيه تسليم وتسلم الورقة المالية محل الصفقة في ذات اليوم أو خلال أيام معدودة - الفصل الأول.

سـوق غيـر منظـم "Unorganized Market": هو سوق لا يوجد له مكان محدد لتنفيذ الصفقات. إذ يتكون من تجار وبيوت للسمسرة. تباشر البيع والشراء في مقر عملها - الفصل الأول.

سـوق منظـم "Organized Market": هو سوق له مكان محدد تبرم فيه الصفقات. وعادة ما يطلق عليه بالبورصة - الفصل الأول.

سنـد "Bond": هو صك مديونية يُعطي لحامله الحق في فوائد دورية. إضافة إلى حقه في استرداد قيمة الديْن في تاريخ محدد - الفصل الأول.

شركـة إستثمـار "Investment Company": هي شركة تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات. لتقوم باستثمارها في تشكيلات من أوراق مالية تناسب كل فئة. الفصل الثالث.

شركـة الإستثمـار المنوعـة "Diversified Inv. Company": هي شركة الإستثمار التي تنوع إستثماراتها وفقاً لأحكام القانون. وتجني من

وراء ذلك مزايا ضريبية يستفيد منها المساهمون – الفصل الرابع.

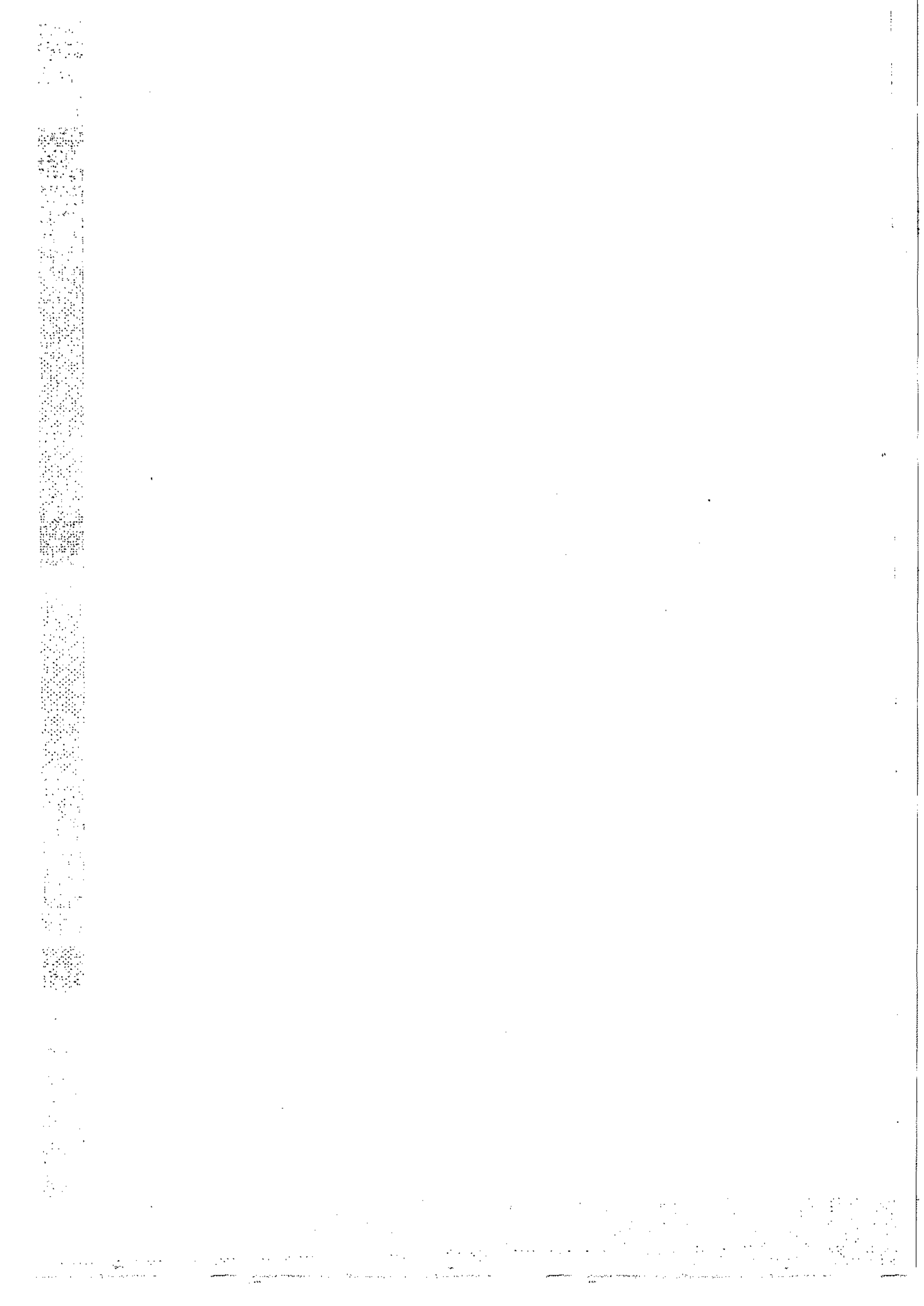
صك الشراء لأسهم المنشأة "Warrant": هو صك يُعطي لحامله الحق في شراء عدد معين من أسهم المنشأة خلال فترة معينة وبسعر متفق عليه مقدماً – الفصل الثاني.

صناديق الإستثمار ذات النهاية المفتوحة "Open-End Funds or Mutual Funds": هي صناديق تنشئها شركات الإستثمار ويصدر عنها أسهماً غير قابلة للتداول. وعادة ما يكون حجم الإستثمار الكلي للصندوق غير ثابت – الفصل الثالث.

صناديق الإستثمار ذات النهاية المغلقة "Closed-End Funds": هي صناديق تنشئها شركات الإستثمار ويصدر عنها أسهم قابلة للتداول في السوق. وعادة ما يكون حجم الإستثمار الكلي في الصندوق ثابتاً – الفصل الثالث.

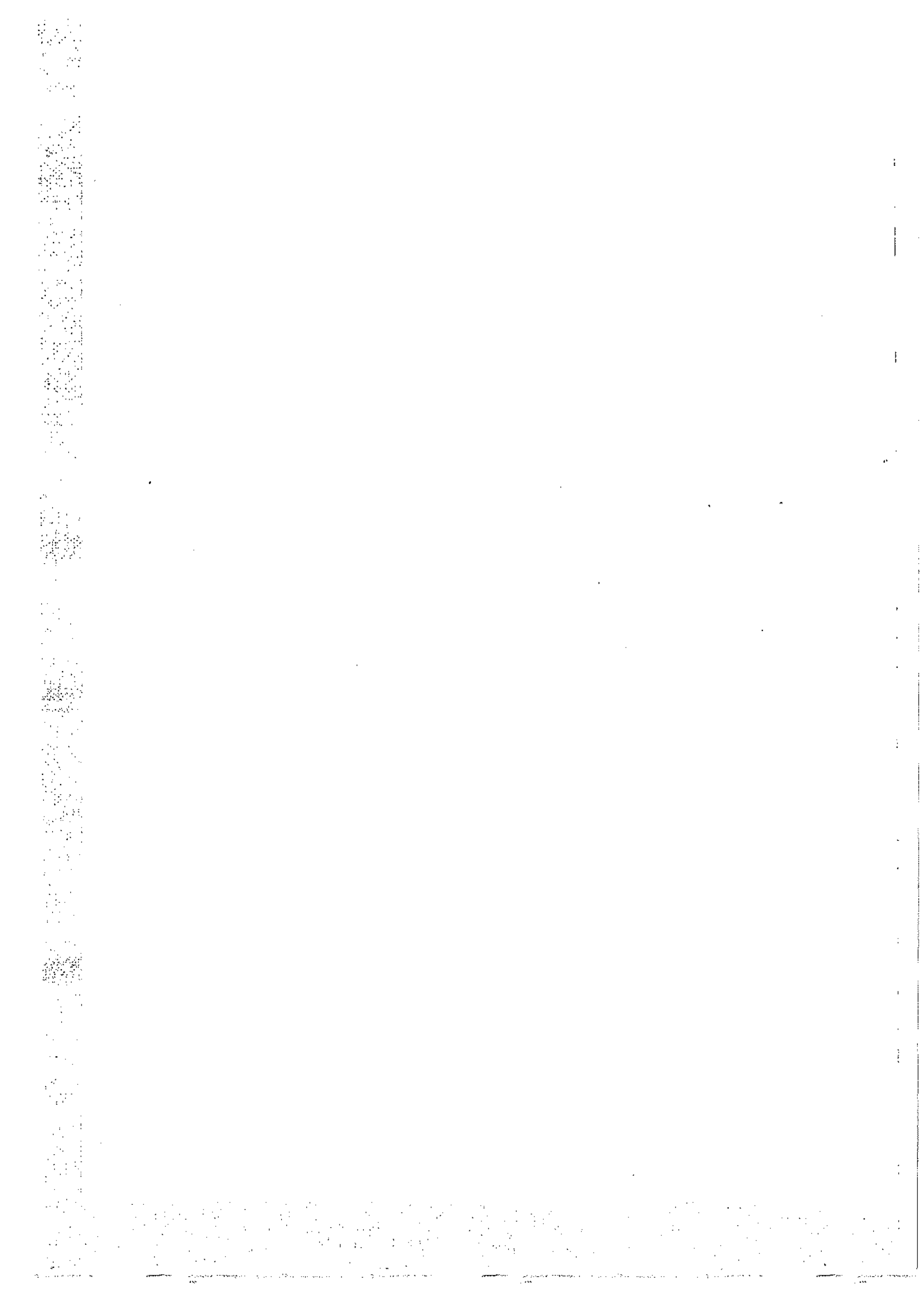
صناديق الإستثمار ذات الأهداف المزدوجة "Dual Funds or Dual - Purpose Funds": هي نوع من صناديق الإستثمار ذات النهاية المغلقة، التي يمكنها تلبية احتياجات فئتين مختلفتين من المستثمرين – الفصل الثالث.

قيمة الأصول الكلية "Total Asset Value": يقصد بها القيمة الكلية لاستثمارات صندوق الإستثمار – الفصل الثالث.



فهرس Index بأهم المصطلحات التي تضمنها الكتاب

تستهدف هذه القائمة مساعدة القارىء الذي يرغب في مزيد من المعرفة عن أسواق رأس المال، من خلال الإطلاع على الكتب الأجنبية المتخصصة في الموضوع. ولن يذكر هنا المعنى باللغة العربية، إذ سيكتمي المؤلف بالإشارة إلى الصفحة التي يوجد فيها المصطلح، ما يسهل على القارىء الوصول إليه وقراءة المزيد عنه.



قائمة المراجع

Amihud, y., and Mendelson H. Liquidity and Asset Prices: **Financial Management** Implications. Financial Management, 17 (Spring 1988). 5-51.

Aragon, G., **Financial Management.** Boston: Allyn and Bacon, 1989.

Archibald, T., Stock Market Reaction to Depreciation Switch-Back. **Accounting Review**, 47 (Jan. 1972), 22-30.

Barry, C., Muscarella, C., and Vetsuypens, M. Underwriter Warrants, Underwriter Compensation, and the Cost of Going Public. **Journal of Financial Economics,** 29 (Mar. 1991), 113-135.

Beatty, R., and Ritter, J. Investment Banking, Reputation, and Underpricing of Intial Public Offerings. **Journal of Financial Economics**, 15 (March 1986), 213-232.

Block, S., & Hirt, G. **Foundations of Financial Management.** III.: Irwing-Dosrsey, 1978.

Bradford, W. The Issue Dicision of Manager- Owners Under Information Asymaetry. **Journal of Finance**, 42 (Dec. 1987), 1245-1260.

Brealey, R. An **Introduction to Risk & Return From Common Stocks**.Mass: MIT Press, 1969.

Brigham, E. **Fundamentals of Financial Management** (5th ed.) Ill.:Dryden Press, 1989.

__________. and Gpenski, L. **Intermediate Financial Management.** Ill.:The Dryden Press, 1987.

Chandler, L. The **Monetary-Financial Systems.** New York: Harper and Row, 1979.

Chen, A., and Kensinger, J. Innovation in Corporate Financing: Tax-Deductible Equity. **Financial Management,** 14 (Winter 1985), 44-51.

Cho, D., and Frees, E. Estimating the Volitality of Discrete Stock Prices. **Journal of Finance**, 43 (June 1988), 451-466.

Christy, G. and Clendenin, J. **Introduction to Investment** N.Y.:McGraw-Hill, 1982.

Christy, G., and Roden, R. **Finance Environment and Decisions.** N.Y.: Harper & Row, 1973.

Denis, D. Shelf Registration and the Market for Seasoned Equity Offering.**Journal of Business**, 64 (April 1991), 189-212.

Evans, J. and Archer, S. Diversification and the Reduction of Dispersions: An Empirical Analysis. **Journal of Finance**, 23 (Dex. 1968), 761-767.

Fischer, D., & Jordan, R. **Security Analysis & Portfolio Management** (4th ed.). N.Y.: Prentice-Hall, 1987.

Francis, J. **Investment Analysis and Management (4th ed.)**, N.Y.:McGraw-Hill, 1986.

French, D. Security and Portfolio Analysis; Concepts and Management.Oh.: Merrill Pub., 1989.

Geisst, C. **A Guide to the Financial Markets** (2nd ed.), London: The Macmillan Press, 1989.

Gitman, L. **Personal Finance** (2 nd ed.), ILL.: The Dryden Press, 1981.

Gitman, L. **Principles of Managerial Finance** (4th ed) New York: Harper and Row, 1985.

Graham, B. **The Intelligent Investor: A Book of Practical Counsel** 1.N.Y.: Harper Row, 1973.

Haugen, R. **Introductory Investment Theory.** N.J.: Prentice Hall, 1987.

________. Modern Investment Theory. N.J.: Prentice-Hall, 1986.

Ibboston, R. **Price Performance of Common Stock New Issue,** Journal of Financial Economics, 2 (Sept. 1975). 235-272.

Jacob, B. **An Introduction to Banking**. London: Holt, Rinehart and Winston, 1984.

Jessup, P. **Modern Bank Management**. Minn.: West Pub., 1980.

Johnson R. **Financial Management** (2 nd ed) Boston: Allyn Bacon, 1962.

Kaufman, G. **Money, the Financial System, and the Economy** (3rd ed). Texas: Houghton Mifflin, 1981.

Jensen, M. Eclipse of the Public Corportation. **Harvard Business Review,** 67 (Sept.-Oct. 1989), 61047.

__________, and Meckling, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics,** 3 (Oct. 1976). 305-360.

Levy. H., and Sarnat, M. **Capital Investment and Finacial Decisions. N.J.**: Prentice-Hall, 1986.

McCarty, H. Money and Banking: **Financial Institutions and Economic Policy**, Calif.: Addision-Wesley, 1982.

MsShance, R. and Sharpe, I. A Time Series/Cross Section Analysis of the Determinats of Australian Trading Bank Loan/Deposit Interest Margin: 1962-1981. **Journal of Banking and Finance**, 9 (Mar. 1985), 115-135.

Myers, A. Determinants of Corporate Borrowing, **Journal of Financial Economics**, 5 (Nov. 1977), 147-176.

________, and Majluf, N: Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. **Journal of Financial Economics**, 13, (June, 1984), 187, 221.

Nadler, P. **Commercial Banking and the Economy** (3rd ed.) N.Y.: Random Jones, 1979.

Oppenheimer,H. A Test of Ben Graham's Stock Selection Criteria, **Financial Analysts Journal**, 40 (Sept. 1984), 68-73.

Petry, J., Keown, A., Scott, D., and Martin, J., **Basic Financial Management** (2 nd ed.), N.J.: Prentice-Hall, 1982.

Philippatos,G., and Sihler, W. **Financial Management: Text & Cases.**Boston: Allyn & Bacon, 1987.

Poindexter, J., and Jones, C. **Money, Financial Market and the Economy.** Minn,: Est Pub., 1980.

Radlcliffe, R. **Investments: Concepts, Analysis, and Strategy.** Ill.: Scott, Foresman & Comp. 1982.

Ranlett, J. **Money and Banking: An Intorduction to Analysis and Policy** (3rd ed.), Santa Barbara: Jones Wiley and Son, 1977.

Rappaport, A. The Staying Power of the Public Corportation.

Harvard Business Review, 68 (Jan.-Feb. 1990), 96-104.

Reilly, F. Investment Analysis & Portfolio Management (2nd ed.), ILL.: The Dryden Press, 1958.

Reinganum.,M. The Anatomy of Stock Market Winner. **Financial Analysts Journal,** 44 (Mar./April 1988), 16-25.

Ritter, J. The Buying and Selling Behavior of Individual Investors at the Turn of the Year. **Journal of Finance,** 43 (1988), 701-717.

________. The Cost of Going Public. **Journal of Financial Econmics,** 19 (1987), 269-281.

Robichek, A. Coleman, A. and Hampel. G. **Management of Financial Institutions** (2nd ed.) Illionois: Dryden Press, 1976.

Robinson, R., and Wrightsman, D. **Financial Markets: The Accumulation and Allocation of Wealth.** N.Y.: McGraw-Hall, 1974.

Rock, K.	Why New Issues are Underpriced. **Journal of Financial Economics,** 15 (1986). 187-212.
Samuels, J.,	and Wilkes, F. Management of Company Finance (4th ed,), Workingham: Van Nostrand Reinhartld, 1986.
Schall, L.,	Haley, C. **Introduction to Financial Management.** N.Y.: McGraw-Hill, 1988.
Sharpe, W.	**Investments** (3rd ed.), N.J.: Prentice-Hall, 1985.
Sharpe, W.	and Alexander, G. **Investments** (4 the ed.) N.J.:Prentice Hall, 1990.
Smith, K.	and Eiteman, D. **Essentials of Investing.** Ill.: Richard D. Irwin, 1974.
Taylor, L.	The Leveraged Buyout as a Means of Financing Acquisitions, 9 (Nov. - Dec. 1988), 58-60.
Tole, T.	You Can't Diverst Without Diversification **Journal of Portfolio Management,** 8 (Winter 1982), 5-11.

Van Horne, J. Financial Innovations and Excesses. **Journal of Finance**, 40 (July 1985), 621-631.

________. **Financial Management & Poclicy** (8th ed.), N.J.: Prentice-Hall, 1989a.

________. **Fundamentals of Financial Management**, (7th ed.), N. J.: Prentice-Hall, 1989b.

Wanger, W. Lau,S. The Effects of Diversification of Risk. **Financial Analysts Journal**, 26 (Nov.-Dec. 1971), 48-53.

Welshans, M. and Melicher, R. **Finance: introduction to Markets, Institutions and Management.** Ill: South-Western Pub. 1984.

Wolf, H. **Personal Financial Planning.** Boston: Allyn & Bacon, 1989.

Young, R. Interbank Lending Makes Me Nervous. **Banking Journal** (Mar, 1983), 82-

